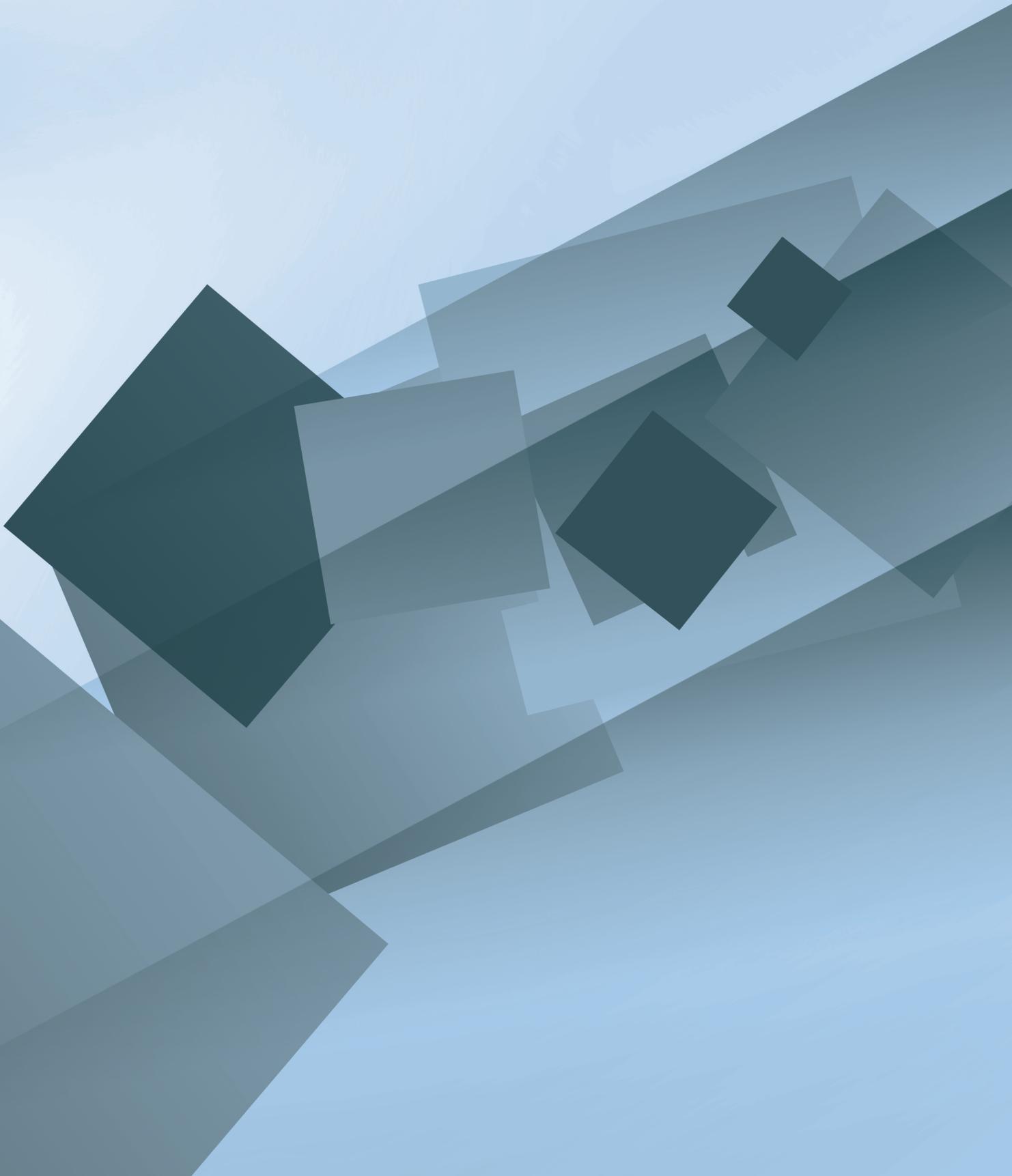




BOLETÍN DE LA CNMV
Mayo 2025



BOLETÍN DE LA CNMV
Mayo 2025

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

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

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

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

ISSN (edición electrónica): 1988-2025

Edición y maquetación: Cálamo y Cran

Índice

I	Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas	11
II	Informes y análisis	75
	Los mercados privados de capitales	77
	Francisco Javier González Pueyo y María José Pérez-Santamarina Atiénzar	
	Análisis de las carteras de los inversores minoristas en el mercado de renta variable español durante los años 2020 a 2024	117
	Guillermo Cambroneró Pérez y Daniel García Ruiz	
	Modelización dinámica de los <i>shocks</i> climáticos en el sector de fondos español	155
	Diana Mykhalyuk	
III	Anexo legislativo	187
IV	Anexo estadístico	197

Siglas y acrónimos

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

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

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

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

Índice

1	Resumen ejecutivo	17
2	La evolución de los mercados de valores	21
2.1	Los mercados bursátiles	24
2.2	Los mercados de renta fija	40
2.3	Criptoactivos	50
3	Los agentes de los mercados	53
3.1	Vehículos de inversión	53
3.2	Prestación de servicios de inversión	61
3.3	Sociedades gestoras de IIC	71
3.4	Otros intermediarios: capital riesgo y plataformas de financiación participativa (PFP)	72

Índice de recuadros

Recuadro 1	Revisión de los componentes que conforman el indicador de estrés de los mercados financieros españoles	22
Recuadro 2	Fragmentación y condiciones de liquidez de las acciones españolas, en un contexto europeo	37

Índice de graficos

Gráfico 1	Indicador de estrés de los mercados financieros españoles	22
Gráfico R1.1	Liquidez de la deuda privada	23
Gráfico R1.2	Revisión del indicador de estrés de los mercados financieros	24
Gráfico 2	Ratio precio-beneficios (PER)	30
Gráfico 3	Volatilidad histórica del Ibex 35	31
Gráfico 4	Liquidez del Ibex 35. <i>Bid-ask spread</i>	32
Gráfico 5	Contratación diaria del mercado bursátil español	32
Gráfico 6	Emisiones internacionales de renta variable	35
Gráfico R1.2	Cuota por centro de negociación (operativa <i>on exchange</i>)	38
Gráfico R2.2	Formación de mejores precios de acciones españolas (<i>EBBO setting</i>)	39
Gráfico 7	Indicadores del mercado de bonos soberanos a 10 años	41
Gráfico 8	Tipos de interés de la deuda pública española	42
Gráfico 9	Indicador de correlación entre clases de activos	44
Gráfico 10	Primas de riesgo de crédito de la deuda pública (CDS a 5 años)	44
Gráfico 11	Primas de riesgo de la deuda privada	45
Gráfico 12	Primas de riesgo de emisores españoles	46
Gráfico 13	Emisiones brutas internacionales de renta fija	48
Gráfico 14	Patrimonio y partícipes de las IIC sostenibles	55
Gráfico 15	HQLA de las distintas tipologías de fondos de inversión	58
Gráfico 16	Características de la cartera de renta fija de los fondos de inversión	59
Gráfico 17	Patrimonio y partícipes de las IIC extranjeras comercializadas en España	61
Gráfico 18	Resultados agregados antes de impuestos e ingresos por comisiones de las sociedades y agencias de valores	65
Gráfico 19	ROE antes de impuestos y margen de solvencia de las ESI	67
Gráfico 20	Participación de las entidades financieras relacionadas con la banca comercial en los ingresos totales derivados de la prestación servicios de inversión	69
Gráfico 21	Sociedades gestoras de IIC: resultados antes de impuestos y entidades en pérdidas	72

Índice de cuadros

Cuadro 1	Rentabilidad de los principales índices bursátiles	27
Cuadro 2	Rentabilidad de los índices y sectores del mercado bursátil español	29
Cuadro 3	Contratación de renta variable española admitida en bolsas españolas	34
Cuadro 4	Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta	36
Cuadro 5	Tipos de interés a corto plazo	42
Cuadro 6	Rentabilidad de la renta fija a medio y largo plazo	43
Cuadro 7	Emisiones brutas de renta fija de emisores españoles del sector privado	49
Cuadro 8	Suscripciones netas de los FI	54
Cuadro 9	Principales magnitudes de los fondos de inversión	56
Cuadro 10	Comisiones percibidas por servicios de inversión. 2024	62
Cuadro 11	Ingresos de las entidades de crédito por la prestación de servicios de valores y comercialización de productos financieros no bancarios	63
Cuadro 12	Cuenta de pérdidas y ganancias agregada (dic.-24)	66
Cuadro 13	Principales magnitudes de las empresas de asesoramiento financiero	68
Cuadro 14	Sociedades gestoras de IIC: patrimonio gestionado, ingresos por gestión de IIC y corretaje medio	71
Cuadro 15	Altas y bajas en el registro de ECR	73

1 Resumen ejecutivo

- Los primeros meses de 2025 han venido marcados por las decisiones de la nueva Administración Trump en materia de política económica, especialmente arancelaria. El año había comenzado con unas perspectivas de cierta ralentización económica y de continuidad en el proceso de bajadas de tipos de interés, pero pronto las decisiones arancelarias anunciadas por EE. UU., en primer lugar sobre las economías más cercanas (México y Canadá) y, después, sobre prácticamente todas con las que tiene actividad comercial, fijaron el devenir de los mercados financieros internacionales y dieron lugar a un episodio de turbulencias grave en los primeros días de abril. En la fecha de cierre de este informe¹, la mayor parte de las medidas anunciadas habían sido pospuestas, al menos, durante tres meses, lo que permitió una cierta estabilización en la actividad de los mercados financieros.
- Tras la fecha de cierre de este informe (15 de abril) se produjo un apagón eléctrico a escala nacional, que merece una referencia en el momento de publicación de este boletín. Las consecuencias de este incidente en el ámbito de actuación y en las entidades supervisadas por la CNMV fue leve, en concreto: i) las infraestructuras de los mercados (contratación, compensación y liquidación) continuaron funcionando con normalidad, pues disponen de sistemas secundarios con generadores de electricidad que los pueden dotar de autonomía durante varios días y ii) en el ámbito de las entidades e infraestructuras supervisadas y afectadas por la regulación DORA, cabe mencionar que la CNMV les transmitió que aquellas que pudieron dar servicio con normalidad desde las 9:00 del día siguiente al apagón podían optar por no enviar formalmente la comunicación que prevé dicha normativa, siempre que no previeran realizar cambios tras el incidente. Finalmente, en los mercados no se observaron caídas generalizadas de precios ni tampoco rebotes de volatilidad. La CNMV está recibiendo y analizando toda la información pertinente con el fin de evaluar posibles vulnerabilidades y, en su caso, realizar las recomendaciones oportunas.
- Los mercados internacionales de renta variable mostraron bastante heterogeneidad durante el primer trimestre del año, con caídas de precios en los índices estadounidenses y japoneses, y avances en los europeos. A principios de abril, tras los aranceles anunciados por la Administración Trump, el día 2 (denominado en EE. UU. como «Día de la Liberación») comenzó un periodo de turbulencias marcado por caídas intensas en los precios y recuperaciones

1 La fecha de cierre de este informe es el 15 de abril, excepto para algunas informaciones puntuales como, por ejemplo, el indicador de estrés, las decisiones de política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) o algunos indicadores de mercado.

parciales posteriores, que finalizó en torno al 8-10 de abril, cuando se suspendieron temporalmente la mayoría de los aranceles anunciados. En esta parte del segundo trimestre del año, los índices europeos cayeron entre el 1,9 % en el caso del Ibex 35 y el 5,8 % en el del francés Cac 40 o el italiano Mib 30. En EE. UU., los índices sumaron nuevas pérdidas de entre el 2,8 % y el 3,9 % al igual que los japoneses, que retrocedieron entre un 3,8 % y un 5,5 %.

- **El periodo de turbulencias en los mercados de abril dio lugar a un repunte transitorio del indicador de estrés de los mercados financieros españoles, que llegó hasta 0,44 (riesgo medio).** Hasta principios de marzo este indicador había experimentado un descenso paulatino. Durante las turbulencias se observó un aumento relativamente general del estrés en los seis segmentos evaluados, debido al repunte de los indicadores de volatilidad. A principios de mayo, este volvía a riesgo bajo (0,26).
- **En esta situación, marcada por niveles inusualmente altos de volatilidad e incertidumbre, el balance de los índices internacionales de renta variable en lo que va de año es relativamente heterogéneo:** los índices estadounidenses acumulan caídas de entre el 5,1 % y el 12,9 %, concentrados en mayor medida en aquellos con mayor peso de la tecnología, como el S&P 500 y el Nasdaq, al igual que los japoneses (que caen aún más, entre el 9,8 % y el 14,1 %). Por el contrario, en Europa se da una situación de avances de diferente cuantía, excepto en el índice francés —afectado en mayor medida por los aranceles—, entre los que destaca el del Ibex 35, que se sitúa a la cabeza con una revalorización superior al 11 %.
- **En el caso de la renta variable española, además de resaltar este comportamiento diferencial en las cotizaciones, se observó un aumento, también temporal, de los volúmenes de negociación y de la volatilidad, hasta niveles cercanos al 40 %.** El mejor comportamiento correspondió a los sectores de menor vinculación con el sector exterior, destacando los servicios financieros, la energía y las telecomunicaciones. En el lado de las pérdidas, destacaron las caídas de las compañías de bienes y servicios de consumo, por su carácter exportador. La negociación del mercado continuo llegó a escalar transitoriamente hasta valores diarios superiores a 3.000 millones, cifras no vistas desde hace tiempo. Las condiciones de liquidez continuaron siendo satisfactorias y se produjo un leve aumento de las posiciones cortas. Por otro lado, en los mercados primarios destacó la incorporación al mercado continuo de la compañía Hotelbeds, si bien el aumento de la volatilidad y la incertidumbre han podido interferir en los planes de salida a bolsa de otras sociedades.
- **En los mercados internacionales de renta fija europeos se habían observado aumentos en el rendimiento de los activos de deuda soberana a largo plazo en la mayor parte de las economías durante el primer trimestre (entre 20 y 40 puntos básicos [p.b.]), asociados —en parte— al plan de gasto aprobado en Alemania, que se revirtieron ligeramente en abril.** El balance del año deja ascensos de entre 8 p.b. en el Reino Unido y 29 p.b. en Portugal (19 p.b. en España). Se exceptúa de esta tendencia el bono soberano de EE. UU., del que destacan, a diferencia de otros periodos de crisis, las ventas significativas de estos activos y, en general, de activos denominados en dólares. Las primas

de riesgo soberano en Europa mostraron leves ascensos, así como las de los activos de mayor riesgo (*high yield*), especialmente en el caso de EE. UU.

- **En España, el comportamiento del mercado de renta fija fue similar al de otros países de nuestro entorno.** Además del ligero ascenso acumulado de los rendimientos a largo plazo, se observó un descenso de los tipos a corto, influenciado por las rebajas de tipos efectuadas por el BCE en el año (un total de tres). Así, el rendimiento de las letras a 3 meses ha caído algo menos de 30 p.b. en lo que va de ejercicio, hasta situarse en el 2,2 %. Esta evolución de los tipos de interés permitió revertir parte del aplanamiento de la curva de tipos que se había observado en meses anteriores. La prima de riesgo soberano, que descendió hasta 60 p.b. en las primeras semanas del año, se situaba a mediados de abril en 70 p.b., un valor similar al de principios de 2025². En el mercado primario de deuda se produjo un incremento notable de las emisiones del sector privado, cuyo importe se situó en 43.689 millones de euros, destacando el aumento del 58,9 % en la deuda emitida a largo plazo y del 18,9 % en la emitida a corto plazo.
- **El patrimonio de los fondos de inversión registrados en España experimentó un avance importante en 2024, con un aumento del 14,8 %, crecimiento que continuó en 2025, hasta alcanzar los 420.000 millones de euros a finales de febrero.** Este incremento patrimonial tuvo su origen tanto en la revalorización de la cartera de estas entidades, del 7 % en el año, como en las suscripciones netas, que superaron los 28.000 millones de euros en 2024. Los mayores flujos inversores fueron destinados a los fondos de renta fija, con entradas netas de recursos de más de 35.000 millones de euros. En paralelo también se produjo un avance considerable de las instituciones de inversión colectiva (IIC) extranjeras comercializadas en España, cuyo patrimonio finalizó 2024 en 297.000 millones de euros, un 18 % más que en 2023. En el ámbito específico de las sociedades de inversión de capital variable (SICAV), cabe señalar que el sector parece haberse estabilizado tras 2 años en los que se dieron de baja el 80 % de los vehículos³.
- **Por lo que respecta a la prestación de servicios de inversión, las entidades de crédito continuaron obteniendo la mayor parte de los ingresos generados por este sector en 2024, mientras que las sociedades y agencias de valores (SAV) experimentaron un aumento significativo de los beneficios agregados.** La relevancia del negocio de prestación de servicios de inversión⁴ se ha consolidado en el negocio bancario, habiendo aumentado incluso en 2024: las comisiones percibidas por esta actividad representaron el 38,5 % del total de las comisiones de estas entidades, 3 puntos porcentuales (p.p.) más que en 2023. Por su parte, en relación con las SAV, aunque su número se mantuvo constante (99), sus beneficios agregados antes de impuestos se incrementaron un 33,1 % en 2024, hasta 180 millones de euros, debido, sobre todo, al avance de

2 Tras la fecha de cierre de este informe se observaba un nuevo descenso de este indicador hasta 63 p.b. (19 de mayo).

3 En términos patrimoniales el descenso fue notablemente menor, en concreto del 50 %.

4 Incluyendo la comercialización de IIC.

los ingresos percibidos por comercialización de IIC y gestión de carteras. Las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo satisfactorias.

- El Fondo Monetario Internacional (FMI) estima que la incertidumbre y las medidas arancelarias (y contramedidas) anunciadas por la Administración Trump pueden rebajar el crecimiento previsto de la economía mundial 5 décimas este año, hasta el 2,8 %, y 3 el año que viene, hasta el 3 % (3,3 % en 2024). Estos pronósticos, realizados con información hasta el 4 de abril, indican que EE. UU. podría crecer casi 1 punto menos este año (el 1,8 %), mientras que la zona euro solo perdería 2 décimas respecto al pronóstico anterior, pero el avance de su actividad seguiría siendo débil (0,8 %). Dentro de la zona euro, destaca la fortaleza de la economía española no solo por presentar la tasa esperada más elevada de las grandes economías este año (2,5 %), sino también por ser de las pocas que recibieron una revisión al alza en el pronóstico (de 2 décimas). Finalmente, las economías emergentes perderían 5 y 4 décimas de crecimiento este año y el que viene de media, hasta el 3,7 % y el 3,9 %, respectivamente, con descensos más acusados en China y México.
- El presente informe contiene **dos recuadros monográficos**:
 - El primero describe la revisión de los componentes que conforman el indicador de estrés de los mercados financieros españoles, con el fin de ilustrar algunas parcelas no incluidas hasta ahora como, por ejemplo, las condiciones de liquidez de los activos de deuda emitidos por emisores privados españoles. La nueva versión del indicador ha comenzado a publicarse desde principios de este año.
 - El segundo muestra la evolución de la fragmentación de la negociación de las acciones españolas durante los últimos años, entendiendo fragmentación como el desplazamiento de la contratación de los valores a otros centros de negociación distintos a los de origen. También se ofrecen indicadores sobre el proceso de formación de precios en estos centros de negociación y sus condiciones de liquidez. El análisis, que se enmarca en el contexto de la regulación MiFID I y II y las posibilidades que esta ofrece, revela que la fragmentación de la negociación ha continuado en España, así como en otros países de nuestro entorno, y que los precios se forman en mayor medida en los centros de origen, pero que tanto estos centros como sus competidores son capaces de mostrar *mejores precios* (precios EBBO) durante una proporción de tiempo muy alta.

2 La evolución de los mercados de valores

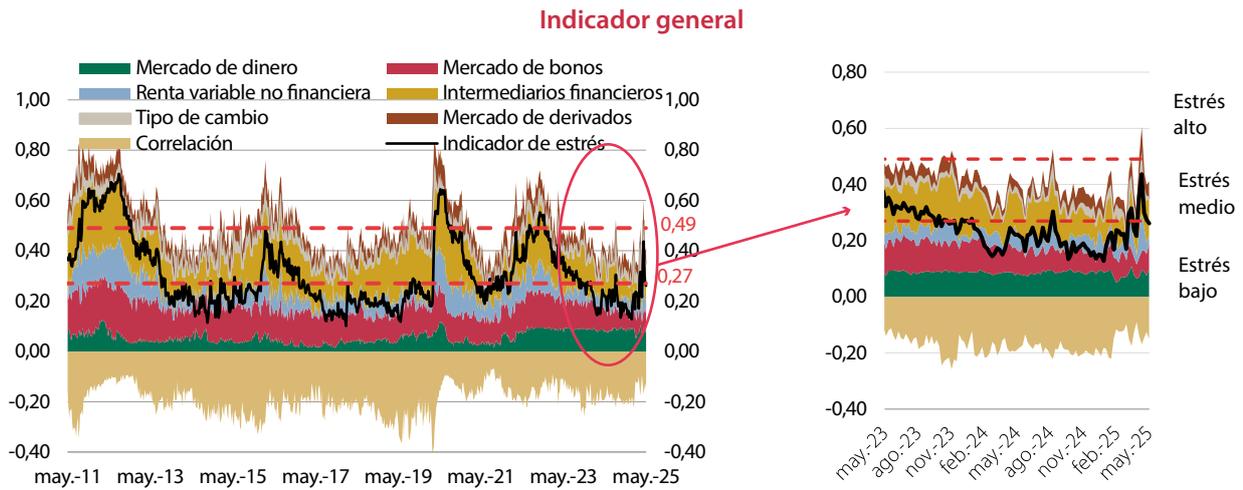
El indicador de estrés de los mercados financieros españoles⁵, que se mantuvo en un nivel de riesgo bajo los dos primeros meses del año, experimentó altibajos a partir de marzo, y alcanzó un nivel máximo de 0,44 (riesgo medio) a mediados de abril, como consecuencia de los anuncios de Donald Trump sobre la imposición de aranceles a las importaciones estadounidenses. Así, el nivel de estrés, que se había mantenido por debajo de 0,23 en enero y febrero (riesgo bajo), aumentó de forma puntual y moderada en algunos momentos de marzo, alcanzando un nivel de riesgo medio (por encima de 0,27). El mayor incremento, no obstante, se produjo en abril, como ya se ha mencionado, tras los anuncios sobre aranceles del presidente de EE. UU., que provocaron un aumento generalizado de la volatilidad de los precios en los mercados financieros. A partir de mediados de abril, el descenso de los indicadores de volatilidad ha permitido una disminución del indicador de estrés, que ha vuelto a situarse en un nivel de riesgo bajo, concretamente en 0,26, en la fecha de cierre de este informe⁶ (véase gráfico 1).

Los segmentos que sufrieron un mayor aumento del estrés en las dos primeras semanas de abril fueron los de renta variable y tipos de cambio, mientras que los mercados de renta fija experimentaron pocas variaciones. Así, el riesgo en el mercado de renta variable no financiera aumentó hasta 0,66 (0,17 dos semanas antes) y en el mercado de tipos de cambio hasta 0,82 (0,1 a finales de marzo). El mercado de renta fija a largo plazo, en cambio, se mantuvo por debajo de 0,40. En las dos últimas semanas de abril y primeros días de mayo, el descenso de las volatilidades de los precios hizo que los mercados que más se habían estresado en la primera quincena del mes volvieran a valores reducidos, mientras que en los mercados de renta fija se produjo un ligero incremento del riesgo debido al aumento de la volatilidad de los tipos de interés, especialmente en el largo plazo⁷.

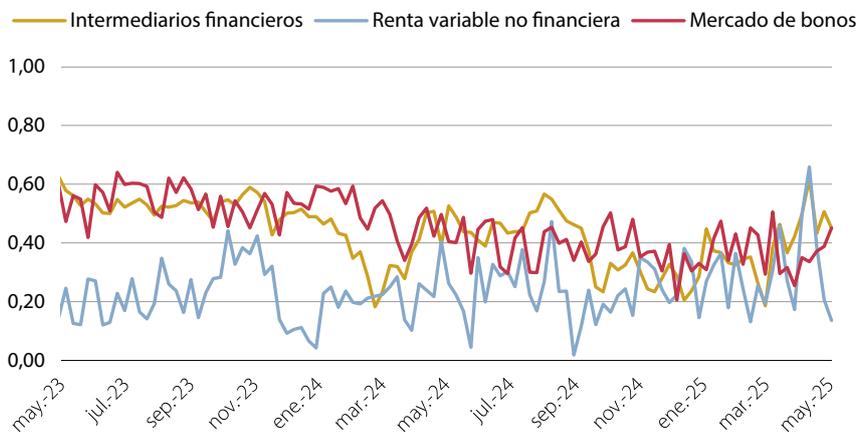
5 El indicador de estrés calculado por la CNMV proporciona una medida en tiempo real del riesgo sistémico en el sistema financiero español que oscila entre cero y uno. Para ello evalúa el estrés en seis segmentos del sistema financiero y lo agrega, con lo que se obtiene una única cifra que tiene en cuenta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

6 Este indicador tiene frecuencia semanal. El último dato que se presenta en este informe corresponde al 2 de mayo.

7 El tipo de interés del bono soberano a 10 años, que se había reducido 26 p.b. en las dos semanas centrales de abril, aumentó posteriormente, prácticamente en una semana, 20 p.b., hasta el 3,18 % (18 p.b. tan solo en los dos últimos días).



Indicadores sectoriales



Fuente: CNMV.

Revisión de los componentes que conforman el indicador de estrés de los mercados financieros españoles

RECUADRO 1

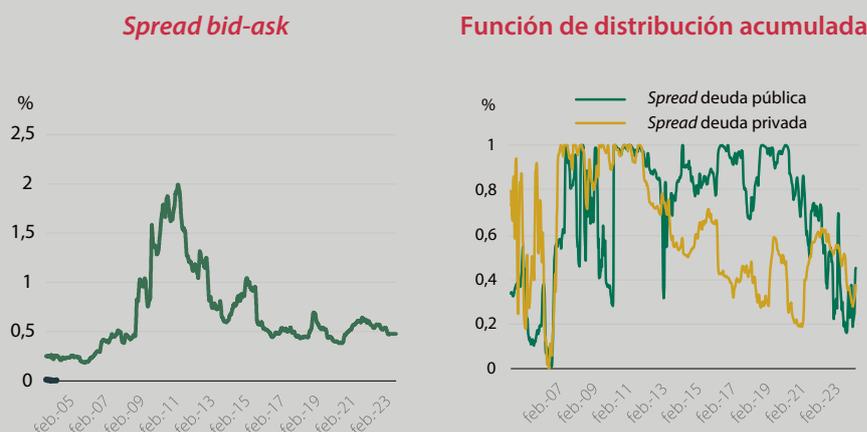
El indicador de estrés de los mercados financieros españoles proporciona una medida puntual del riesgo sistémico del sistema financiero español. Para ello, evalúa el estrés en seis segmentos del sistema financiero (renta variable, renta fija, intermediarios financieros, mercado monetario, derivados y mercado de cambios) y los agrega teniendo en cuenta la correlación entre ellos. Este indicador ha recogido de forma adecuada a lo largo de estos años las tensiones que se han vivido en los mercados financieros como consecuencia de sucesos de distinta índole e intensidad y su evolución ha sido descrita en varias publicaciones de la CNMV (nota de estabilidad, boletín, informe anual...).

A pesar del excelente comportamiento del indicador, se ha considerado adecuado plantear una revisión de este, con el fin de determinar si es posible mejorar su calidad, bien modificando algunas métricas o bien incorporando otras que muestren nuevas parcelas de estrés. Este recuadro resume la evaluación de tres posibles cambios y las conclusiones alcanzadas:

- i) En primer lugar, se ha considerado la posibilidad de sustituir el Euribor por el €STR (Euro Short Term Rate), tras la reforma de los índices de referencia de tipos de interés. El análisis ha determinado que, por el momento, la evolución del Euribor (sobre todo en un periodo determinado) es más ajustada a la realidad financiera que el indicador de estrés persigue capturar.
- ii) En segundo lugar, se ha computado una medida alternativa de volatilidad en el segmento de intermediarios financieros que resulta más satisfactoria, pues muestra con mayor rapidez los movimientos a corto plazo del mercado.
- iii) Finalmente, se ha considerado relevante incluir en el segmento de renta fija a largo plazo algún indicador que represente el estrés en el mercado de renta fija privada, pues las tres medidas computadas hasta el momento solo hacen referencia al ámbito de la deuda pública. Para ello, se ha optado por incluir una variable que mida el nivel de liquidez de los activos de deuda corporativa, utilizando el diferencial de compraventa (*bid-ask spread*) medio para un conjunto de bonos representativos.

Liquidez de la deuda privada

GRÁFICO R1.1



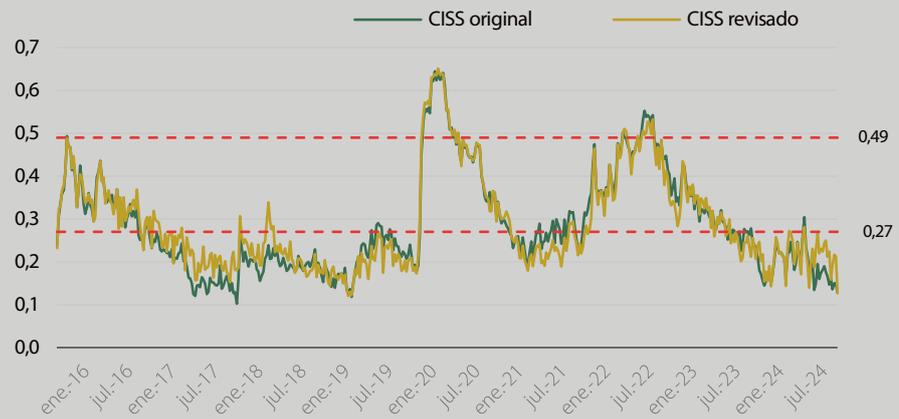
Fuente: CNMV.

El análisis efectuado revela que el segundo y el tercer cambio pueden suponer mejoras en el sentido buscado, de ilustrar mejor el estrés en el mercado, tanto mediante la reformulación de algunas métricas como con la incorporación de otras no incluidas en la primera versión del indicador. Dado que las dos modi-

ficaciones aceptadas no han tenido un impacto sustancial en el indicador general a lo largo de 2024, se estimó conveniente realizar los cambios propuestos desde el 1 de enero de este año, momento a partir del cual el indicador se presenta en su nueva versión en todas las publicaciones de la CNMV. El gráfico inferior representa, para finalizar la descripción de esta revisión, el indicador original de estrés junto con el nuevo indicador propuesto.

Revisión del indicador de estrés de los mercados financieros

GRÁFICO R1.2



Fuente: CNMV.

2.1 Los mercados bursátiles

Los mercados internacionales de acciones comenzaron el año con alzas, siguiendo la estela del buen comportamiento del ejercicio 2024, pero pronto aparecieron las dudas y los retrocesos en la mayoría de ellos por los anuncios de la nueva Administración estadounidense sobre su política comercial y el establecimiento de aranceles significativos. El resultado de estos anuncios ha tenido efectos desiguales entre regiones, sectores y empresas en función de su mayor o menor exposición al comercio internacional, pero los mercados han respondido con turbulencias, por el importante efecto negativo que supondrían para la actividad y el crecimiento económico. En la actualidad se mantiene la incertidumbre sobre el alcance de los aranceles y los inversores tienen la vista puesta en los resultados que puedan tener las negociaciones de los distintos países con la Administración Trump para calibrar sus efectos, lo que previsiblemente dará lugar a nuevos ajustes en las valoraciones de muchos sectores y valores.

Cotizaciones

Los principales índices internacionales de renta variable, que habían concluido 2024 con revalorizaciones significativas y en algunos casos en torno a sus máximos históricos⁸, comenzaron el año con nuevas alzas, pero pronto volvió a

⁸ Todos los grandes índices estadounidenses (Dow Jones, S&P 500 y Nasdaq), el europeo Eurostoxx 50 y el alemán Dax 30 cerraron el ejercicio 2024 en torno a sus máximos históricos.

instalarse la incertidumbre por los eventos ya mencionados anteriormente. Así, aunque en un primer momento los mayores retrocesos se concentraron en los mercados estadounidenses y asiáticos por las dudas de los inversores sobre el impacto de las primeras medidas divulgadas⁹ en el crecimiento de la economía de EE. UU. y por el previsible establecimiento de aranceles a China y a las economías del sudeste asiático, el anuncio a comienzos de abril¹⁰ de una amplia batería de aranceles de elevada cuantía a la mayor parte de las economías —entre ellas a la Unión Europea— provocó importantes turbulencias en todos los mercados bursátiles mundiales, que reaccionaron con fuertes caídas¹¹, ante la perspectiva de un notable descenso del comercio internacional y, en consecuencia, un lastre significativo para el crecimiento económico a nivel global.

Posteriormente, la confirmación de negociaciones bilaterales con distintos países y, sobre todo, el anuncio de la suspensión del incremento de los aranceles durante 90 días¹² permitió que los mercados recuperasen parte de las pérdidas acumuladas tras su anuncio. El balance del año deja una situación algo heterogénea, con retrocesos notables en EE. UU. y en Asia y avances en los mercados europeos, que se ven beneficiados por el retorno de capitales hacia Europa ante el deterioro de las perspectivas de la economía estadounidense, las valoraciones más atractivas de los valores europeos y la política monetaria más acomodaticia del BCE¹³. En este contexto de tensiones geopolíticas y perspectivas de ralentización del crecimiento, la incertidumbre se extendió por los mercados, dando lugar a aumentos de la volatilidad hasta niveles elevados (pero no tanto como en crisis anteriores), y deterioró la liquidez. Por su parte, los inversores mantienen la vista puesta en las negociaciones comerciales, la evolución de los indicadores económicos, y la publicación y cualquier anuncio sobre las perspectivas de evolución de los resultados empresariales.

El origen de los retrocesos entre el 1 de enero y el 15 de abril se concentró en los mercados estadounidenses y, en mayor medida, en el sector tecnológico, pues presentaron caídas que oscilaron entre el 5,1 % del Dow Jones y el 12,9 % del Nasdaq, mientras que el S&P retrocedió un 8,2 %¹⁴. Los índices de carácter más

9 La Administración Trump realizó distintos anuncios sobre medidas de política comercial que inicialmente afectaban a Canadá, México y los sectores del acero y el automóvil.

10 El 2 de abril, denominado por la Administración Trump como el «Día de la Liberación», el propio presidente Trump inició la guerra comercial anunciando aranceles para casi todos los países, con tasas que oscilan desde el mínimo del 10 % hasta valores en torno al 40-50 % para algunas economías del sudeste asiático como Camboya y Vietnam (el tipo anunciado para la Unión Europea fue del 20 %).

11 Los principales índices bursátiles presentaron sus mayores caídas desde el estallido de la pandemia de COVID en 2020.

12 En este periodo volverán a ser del 10 % para todos los países (con excepciones para Canadá y México y ciertos productos con acuerdos comerciales específicos), salvo en China, para la que se han establecido desde el 14 de mayo (por un periodo de 90 días) en el 30 %, tras un acuerdo después de una escalada de tensión entre ambos Gobiernos.

13 El BCE recortó el 17 de abril los tipos de interés 25 p.b., hasta el 2,25 % (facilidad marginal de depósito) para hacer frente al deterioro de las perspectivas de crecimiento como consecuencia del aumento de las tensiones comerciales. Asimismo, en EE. UU. aumenta la tensión entre la Administración Trump y la Reserva Federal por las presiones de la primera para que la autoridad monetaria rebaje sus tipos.

14 Con posterioridad a la fecha de cierre de este informe, los índices internacionales experimentaron revalorizaciones importantes que anularon las pérdidas en casi todos los que mostraban descensos y acentuaron las ganancias en aquellos con revalorizaciones. Así, en lo que va de año hasta el 19 de mayo, los

tecnológico como el Nasdaq y el S&P 500¹⁵ concentraron las mayores caídas, destacando los descensos de los denominados *siete magníficos*¹⁶, especialmente de Tesla y Apple. A su vez, el comportamiento del índice Dow Jones, de carácter general y con mayor peso de los valores financieros, fue más moderado por la menor exposición de algunos de sus componentes al comercio internacional. Al contrario que en 2024, cuando el sector tecnológico lideró el crecimiento, los efectos que podría tener una guerra comercial sobre las expectativas de crecimiento de estos valores y sus exigentes valoraciones han originado un gran recorte en los precios de este sector.

Por su parte, la zona euro se vio beneficiada, en un primer momento, por las perspectivas de retorno de capitales a Europa ante las dudas sobre la política económica de la nueva Administración estadounidense, pero finalmente acusó el impacto del anuncio del establecimiento de aranceles, especialmente en aquellas economías y sectores más exportadores. Los avances iniciales del primer trimestre se redujeron en la mayoría de los mercados europeos hasta menos de la mitad, oscilando la evolución de los índices entre un retroceso del 0,6 % en el caso del índice francés Cac 40 hasta el avance del 11,1 % del español Ibex 35, que lideró las ganancias. El índice europeo Eurostoxx 50 se incrementó **únicamente un 1,5 %**, mientras que el alemán Dax 30 y el italiano FTSE Mib lo hicieron un 6,8 % y 4,8 %, respectivamente. Asimismo, el índice británico FTSE 100 se revalorizó apenas un 0,9 %. Entre los sectores y las compañías que más sufrieron el anuncio de los aranceles y los posibles efectos de una guerra comercial, destacaron el del lujo —que explica gran parte del retroceso a valores negativos del índice francés Cac 40—, la industria, el consumo y la tecnología, así como las compañías automovilísticas y los laboratorios. En el lado contrario, destacó el comportamiento de los bancos (y del sector financiero en su conjunto), que siguieron acumulando avances notables¹⁷ debido a su exposición limitada al comercio internacional y al fortalecimiento de sus balances durante los últimos ejercicios.

Entre los índices asiáticos, fueron notables los retrocesos de los índices japoneses Nikkei 225 y Topix, que cayeron un 14,1 y un 9,8 %, respectivamente, así como los de China y la mayoría de los índices del sudeste asiático. Salvo Hong Kong y Corea del Sur, que se mantienen con discretas ganancias, la mayoría acumularon retrocesos, que oscilaron entre el 2,8 % del Shanghai Composite de China, el 10,7 % del Kuala Lumpur Composite de Malasia y el 17,7 % del TWSE de Taiwán. Entre los principales índices de las economías emergentes latinoamericanas destacaron los avances del 6,7 % y el 5,5 % del Bovespa y el IPC de Brasil y México, respectivamente, así como las caídas del 28,6 % del Merval de Argentina.

índices europeos crecían entre el 6,4 % (FT 100) y el 21,6 % (Ibex 35), en EE. UU. solo caía el Nasdaq (-0,5%) y el resto mostraba leves avances, y en Japón se mantenían las pérdidas, pero se reducían al rango entre el 1,7 % y el 6 %.

15 El índice S&P es el más representativo de la economía estadounidense e incluye todos los sectores, desde el tecnológico al financiero, la salud y la industria. El peso de las compañías tecnológicas representaba más del 35 % de su capitalización. De las 10 primeras compañías por ponderación en el índice, 8 son de carácter tecnológico y suponen más de un 33 % del total.

16 Los denominados *siete magníficos* —Amazon, Apple, Alphabet (Google), Meta (Facebook), Microsoft, Nvidia y Tesla— presentaron caídas del 18,1 %, el 19,3 %, el 17,4 %, el 10,9 %, el 8,5 %, el 17,2 % y el 37,1 %, respectivamente.

17 El índice del sector bancario europeo Stoxx 600 Banks acumula en 2025 una revalorización del 14,2 %.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹

CUADRO 1

%	2022	2023	2024	II 24	III 24	IV 24	I 25	En el año
Mundo								
MSCI World	19,5	21,8	17,0	2,2	6,0	-0,4	-2,1	-5,0
Zona euro								
Eurostoxx 50	-11,7	19,2	8,3	-3,7	2,2	-2,1	7,2	1,5
Euronext 100	-9,6	13,3	4,2	-2,8	0,0	-2,1	6,8	0,8
Dax 30	-12,3	20,3	18,8	-1,4	6,0	3,0	11,3	6,8
Cac 40	-9,5	16,5	-2,2	-8,9	2,1	-3,3	5,6	-0,6
FTSE Mib	-13,3	28,0	12,6	-4,6	2,9	0,2	11,3	4,8
Ibex 35	-5,6	22,8	14,8	-1,2	8,5	-2,4	13,3	11,1
Reino Unido								
FTSE 100	0,9	3,8	5,7	2,7	0,9	-0,8	5,0	0,9
EE. UU.								
Dow Jones	-8,8	13,7	12,9	-1,7	8,2	0,5	-1,3	-5,1
S&P 500	-19,4	24,2	23,3	3,9	5,5	2,1	-4,6	-8,2
Nasdaq-Composite	-33,1	43,4	28,6	8,3	2,6	6,2	-10,4	-12,9
Japón								
Nikkei 225	-9,4	28,2	19,2	-1,9	-4,2	5,2	-10,7	-14,1
Topix	-5,1	25,1	17,7	1,5	-5,8	5,3	-4,5	-9,8

Fuente: Refinitiv Datastream.

¹ En moneda local. Datos hasta el 15 de abril.

Las bolsas españolas, que habían alcanzado en el ejercicio 2024 sus valores más elevados desde 2010, iniciaron el año 2025 con nuevas revalorizaciones, en línea con los mercados europeos y favorecidas por buenas perspectivas de la economía española. En un primer momento, su comportamiento fue similar al de aquellos, pero una vez que comenzaron las turbulencias, los descensos fueron algo más moderados. Así, el índice español se ha beneficiado en gran medida de la elevada ponderación y el mejor comportamiento relativo del sector financiero y de las compañías de la electricidad, el gas y las telecomunicaciones (*utilities*), gracias a su reducida exposición al sector exterior.

El Ibex 35, que se había revalorizado un 14,8 % en 2024, avanzó un 13,3 % en el primer trimestre y redujo las ganancias hasta el 11,1 % a mediados de abril¹⁸. Este crecimiento le ha permitido incluso superar en momentos puntuales los 13.000 puntos (12.879,3 puntos a 15 de abril), nivel al que no se llegaba desde el año 2008.

18 Con posterioridad a la fecha de cierre de este informe, como se ha indicado en una nota al pie anterior, los índices de renta variable se revalorizaron con fuerza y el índice español continuó a la cabeza de dichos avances. Así, el Ibex 35 se revalorizaba en el segundo trimestre —hasta el 19 de mayo— un 7,3 % y un 21,6 % en lo que va de ejercicio. El índice de las compañías de pequeño tamaño avanzaba un 22,2 % en el año y el de las medianas, un 10,2 %.

Sin embargo, todavía quedan lejos los casi 16.000 puntos alcanzados antes del estallido de la crisis financiera, al igual que los niveles de otros grandes índices europeos como el alemán Dax 30 y el europeo Eurostoxx 50, que han registrado nuevos máximos históricos a lo largo del primer trimestre. Asimismo, las compañías de pequeña y mediana capitalización presentaron un comportamiento algo dispar, con notables avances para las primeras y una evolución más discreta en las segundas, pues, dado su mayor grado de internalización, se vieron más afectadas por el potencial efecto de los aranceles. Por su parte, los índices representativos de valores latinoamericanos que cotizan en euros, FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top, mostraron ligeros retrocesos (5,6 % y 2,4 %, respectivamente) debido a que los avances de algunos mercados de valores latinoamericanos fueron insuficientes para compensar la depreciación de las principales divisas latinoamericanas¹⁹.

Los principales sectores y compañías cotizados en el mercado español presentaron un comportamiento dispar en función de su mayor o menor vinculación con el sector exterior y los mercados internacionales de bienes. Los sectores de los servicios financieros, la energía y las telecomunicaciones experimentaron una evolución positiva, mientras que el de bienes y servicios de consumo, así como el de servicios inmobiliarios acumularon retrocesos. A su vez, el sector de materiales, industria y construcción apenas presentó cambios (véase cuadro 2).

En el lado de los avances, como se ha comentado anteriormente, volvió a destacar el comportamiento positivo de los bancos y las aseguradoras, que siguen beneficiándose de la fortaleza de sus balances a pesar del descenso de los tipos de interés. Asimismo, también destacó la importante revalorización de las compañías de electricidad y gas, que junto con las de telefonía se benefician de su condición de servicios básicos (*utilities*) y de una importante estabilidad en sus ingresos. Por otro lado, fue notable el buen comportamiento de las compañías de alimentación, por su elevada vinculación al mercado nacional y poca dependencia de sus exportaciones.

En el lado de las pérdidas, llaman la atención las caídas de los sectores de bienes y servicios de consumo, por su carácter exportador, así como de las compañías del sector petrolero por el descenso de los precios del petróleo. Entre las empresas de bienes de consumo destacó el sector textil por la importante presencia internacional de Inditex, así como las compañías farmacéuticas, por su naturaleza exportadora; mientras que, en el caso de los servicios los retrocesos se concentraron en los sectores turístico y del transporte aéreo, que podrían verse afectados por un escenario más proteccionista y menos favorable a los intercambios internacionales.

19 En el periodo comprendido entre el 1 de enero y el 15 de abril de 2025, el peso mexicano se depreció un 4,9 %, mientras que el real brasileño se depreció un 3,6 %.

Rentabilidad de los índices y sectores del mercado bursátil español¹

CUADRO 2

Índices	2022	2023	2024	II 24 ²	III 24 ²	IV 24 ²	I 25 ²	En el año
Ibex 35	-5,6	22,8	14,8	-1,2	8,5	-2,4	13,3	11,1
Madrid	-4,8	21,6	14,1	-1,3	7,7	-2,2	14,2	11,8
Ibex Medium Cap	-7,4	5,9	11,7	8,1	1,3	2,7	3,0	2,0
Ibex Small Cap	-12,8	10,6	2,6	6,0	-1,6	-2,5	12,2	10,2
FTSE Latibex All-Share	10,7	10,4	-25,6	-11,0	-2,4	-10,0	3,8	-5,6
FTSE Latibex Top	7,8	12,5	-27,0	-15,4	1,8	-12,3	6,7	-2,4
Sectores³								
Servicios financieros	7,9	29,3	22,4	-5,1	5,5	-2,2	35,4	30,4
Banca	9,0	30,7	22,0	-5,3	5,5	-2,6	36,3	31,1
Seguros	-8,3	2,6	23,0	0,1	7,5	-2,5	22,6	22,1
Petróleo y energía	5,2	3,4	4,6	3,2	8,3	-3,9	11,5	10,6
Petróleo	42,3	-9,4	-13,1	-4,6	-19,6	-1,3	5,2	-14,6
Electricidad y gas	-1,0	6,7	9,2	4,6	13,4	-3,8	12,6	14,3
Mat. básicos, industria y construcción	-11,3	25,5	10,6	-1,6	4,6	3,9	5,1	0,2
Construcción	-4,3	26,9	14,4	0,3	5,4	5,5	4,6	1,2
Fabricación y montaje de bienes de equipo	-13,8	30,6	-14,7	-0,7	-3,1	-8,4	9,9	6,1
Minerales, metales y transformación de productos metálicos	-14,2	13,5	-8,1	-5,5	1,6	-2,9	7,7	-1,0
Ingeniería y otros	-46,3	35,3	26,7	5,5	11,1	-2,8	4,7	-5,0
Tecnología y telecomunicaciones	-22,8	17,8	2,9	-1,2	9,3	-5,1	8,0	6,5
Telecomunicaciones y otros	-25,7	9,3	-0,5	-4,8	14,4	-12,9	9,2	7,9
Electrónica y software	-17,0	32,9	6,7	4,3	3,3	5,0	6,7	4,9
Bienes de consumo	-17,0	44,3	15,6	0,4	10,9	-6,3	-6,3	-4,9
Textil, vestido y calzado	-14,2	58,6	22,5	-0,7	12,0	-6,9	-7,8	-5,9
Alimentación y bebidas	-12,9	-3,2	11,4	3,4	3,2	-2,2	5,6	7,7
Productos farmacéuticos y biotecnología	-0,7	19,0	-15,7	3,7	12,4	-4,2	-2,6	-5,2
Servicios de consumo	-15,9	30,4	41,8	-0,2	10,5	15,4	-0,7	-3,1
Ocio, turismo y hostelería	-35,7	49,7	14,6	-0,5	-6,4	17,3	-12,2	-12,8
Transporte y distribución	-13,7	32,2	46,0	-0,4	12,0	16,5	-1,1	-3,8
Servicios inmobiliarios	13,0	12,8	1,7	4,2	11,5	-8,9	-2,0	-3,3

Fuente: BME y Refinitiv Datastream.

1 En moneda local. Datos hasta el 15 de abril.

2 Variación sobre el trimestre anterior.

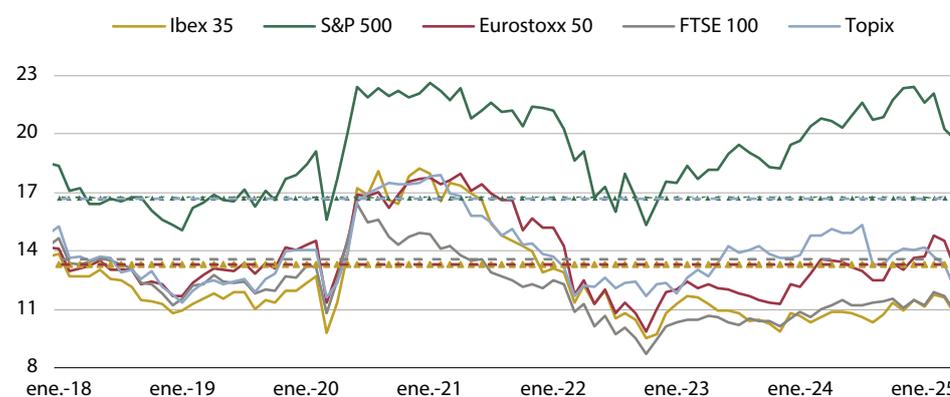
3 Sectores pertenecientes al IGBM. Dentro de cada sector, se muestra la información correspondiente a los subsectores más representativos.

La ratio entre el precio y los beneficios esperados por acción (PER) de los principales índices de renta variable disminuyó hasta mediados de abril respecto a diciembre de 2024, observándose los mayores descensos en el índice estadounidense S&P 500 y el japonés Topix. En todos ellos la ratio se mantiene cerca o por debajo de la media histórica de este indicador, salvo en los índices de EE. UU. (véase gráfico 2). En el caso español y, en menor medida, en el europeo Eurostoxx 50, el que la disminución fue menos intensa, el avance de las cotizaciones en el periodo fue inferior al crecimiento de los beneficios esperados para los próximos meses, lo

que permitió que la ratio PER retrocediese hasta el valor más bajo de los últimos meses. Así, el valor de esta ratio en el Ibex 35 retrocedió desde 11,4 a mediados de diciembre de 2024 hasta 10,7 en abril de 2025, por debajo del valor mostrado por el Eurostoxx 50, con el que aumentó su distancia. Como muestra el gráfico 2, las ratios PER de los índices bursátiles internacionales más relevantes presentan una tendencia similar en lo que va de año, si bien en el caso del estadounidense S&P 500 y del japonés Topix el retroceso es significativamente mayor, coincidiendo con las caídas destacadas de ambos índices. A pesar de las caídas, el primero se mantiene —como suele ser habitual— por encima de los valores medios que ha alcanzado en la última década, por lo que, de acuerdo con este indicador, las cotizaciones podrían presentar aún una cierta sobrevaloración.

Ratio precio-beneficios¹ (PER)

GRÁFICO 2



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

1 Con beneficios previstos a 12 meses.

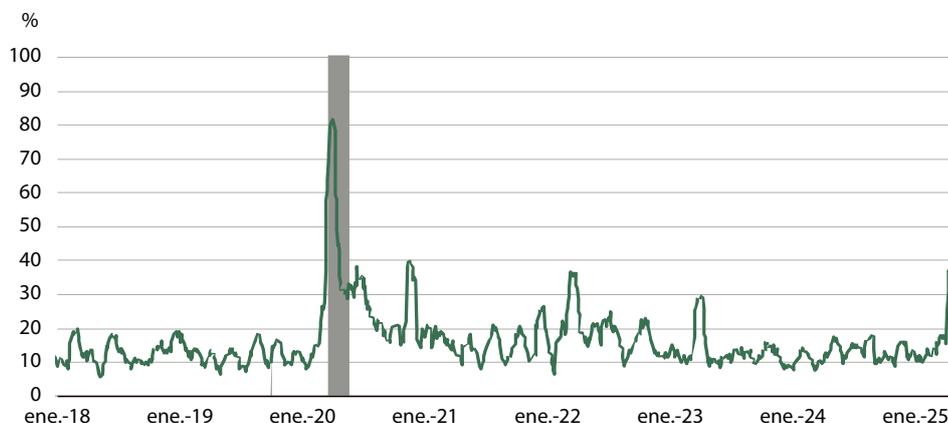
La volatilidad histórica del Ibex 35, que se había situado en niveles reducidos durante la última parte de 2024, aumentó ligeramente en los primeros meses de 2025 para repuntar con más intensidad a finales de marzo, hasta situarse a mediados de abril —tras el anuncio de establecimiento de aranceles— cerca del 40 %, su nivel más elevado desde la pandemia. A pesar del repunte de la volatilidad, la media de este indicador en el primer trimestre (13,59 %) fue ligeramente superior a la del trimestre previo (12,94 %) y a su valor medio anual de 2024 (12,82 %). Este comportamiento de la volatilidad fue similar al observado en otros índices internacionales como el europeo Eurostoxx 50, aunque la cuantía de su incremento fue significativamente mayor en el caso de los índices de EE. UU. y Japón²⁰. Como era de esperar, el aumento de la volatilidad tuvo un efecto directo en los volúmenes de negociación de los mercados, entre otros factores porque incentiva las actividades de negociación algorítmica y de alta frecuencia.

20 En el caso del índice estadounidense Dow Jones y el japonés Topix, los valores de la volatilidad alcanzados en la primera mitad de abril triplicaron holgadamente la media de sus valores en el primer trimestre del año.

Por otro lado, el índice VIX²¹, conocido como el *índice del miedo*, alcanzó durante la primera parte de abril su valor más elevado desde el primer semestre de 2020, coincidiendo con el estallido de la pandemia de COVID-19.

Volatilidad histórica del Ibex 35

GRÁFICO 3

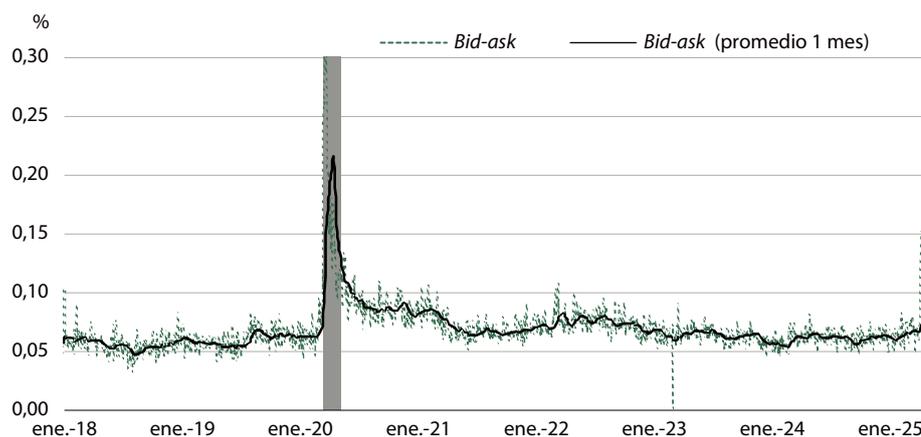


Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia. El indicador se calcula como la desviación típica anualizada de las variaciones diarias de precios del Ibex 35 de 21 días. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de las restricciones a la operativa en corto: la primera por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

Actividad: contratación, emisiones y liquidez

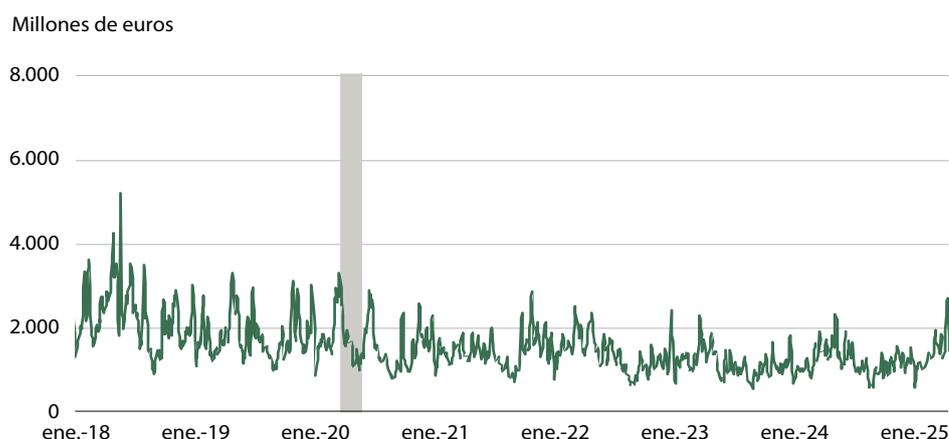
Las condiciones de liquidez del Ibex 35 —estimadas a través del diferencial de compraventa (*bid-ask spread*)— se han deteriorado de forma muy leve conforme avanzaba el ejercicio como consecuencia de las turbulencias y el incremento de la volatilidad, pero se mantienen en niveles que podrían considerarse satisfactorios. A pesar del incremento significativo de los volúmenes negociados en el SIBE, el aumento de la volatilidad del mercado hizo que el *spread* creciese desde un promedio del 0,064 % en el primer trimestre hasta el 0,083 % en la primera quincena de abril. Ambos valores se sitúan por encima de los valores de los 3 últimos trimestres de 2024 (0,063 %, 0,059 % y 0,062 % en el segundo, tercer y cuarto trimestre, respectivamente) y del conjunto del ejercicio (0,06 %), pero se mantienen aún por debajo de la media histórica de este indicador (0,086 %) (véase gráfico 4).

21 El índice VIX es un indicador que refleja las expectativas del mercado acerca de la volatilidad de las acciones que forman parte del índice S&P 500. El índice es calculado por el Chicago Board Options Exchange (CBOE) y valores muy elevados de este se asocian con episodios de elevada incertidumbre o crisis en el mercado.



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

En este contexto de incertidumbre en el mercado y volatilidad creciente, la negociación de renta variable española creció de modo significativo hasta alcanzar 224.731 millones de euros en el primer trimestre del año y más de 287.000 millones de euros entre el 1 de enero y el 15 de abril, su volumen más elevado desde el primer trimestre del ejercicio 2022. Este último volumen representa un crecimiento del 39,4 % medido en términos interanuales. La contratación media diaria del primer trimestre de 2025 alcanzó 1.362 millones de euros, un 12,3 % más que el promedio del mismo trimestre del ejercicio anterior (1.213 millones de euros), aunque ese promedio se elevó a 2.087 millones de euros los primeros 15 días de abril.



Fuente: CNMV. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de las restricciones a la operativa en corto: la primera por 1 día, que afectó a 69 entidades (13 marzo de 2020), y la segunda, adoptada unos días después y finalizada el 18 de mayo de 2020, que afectó a todas las entidades.

El volumen de negociación se recuperó respecto al de trimestres anteriores tanto en el mercado de BME como en los centros de negociación y mercados competidores, aunque en estos últimos alcanzó niveles récord. En consecuencia, la contratación realizada en el mercado regulado español supuso el 36,5 %²² del total. Este porcentaje se calcula respecto a la contratación total sujeta a reglas de mercado no discrecionales. La contratación efectuada en BME alcanzó 104.133 millones de euros (un 18,6 % interanual más), mientras que la de los centros de contratación competidores superó 183.000 millones de euros (casi un 55 % más). En todos los mercados de valores europeos más relevantes se ha observado un proceso de deslocalización de la negociación de las acciones desde los mercados de origen hacia otros competidores, similar al observado en el mercado español (la cuota de mercado de BME se sitúa en niveles muy parecidos a los de Euronext Amsterdam y ligeramente por encima de los de Euronext Paris).

Entre los centros de negociación y mercados competidores de BME vuelve a destacar por volumen el mercado Cboe Equities, así como también el crecimiento de otros centros como Equiduct y Aquis, que, en conjunto, acumulan casi el 15 % de la negociación. Cboe Equities, que opera desde Ámsterdam, consolida su posición de liderazgo al superar su contratación hasta mediados de abril más de 143.600 millones de euros (lo que representa más del 78 % de la negociación en el exterior). Lo siguen Aquis y Equiduct, que concentran el 7,2 % y el 7 %, respectivamente, de la negociación de los competidores de BME y que acumulan entre ambos un 9,1 % de la negociación total de valores españoles. Por su parte, Turquoise, que había perdido relevancia en trimestres anteriores, volvió a recuperar dinamismo, de modo que su cuota de mercado creció de nuevo hasta representar un 5,1 % del total contratado en el conjunto de los centros competidores.

Asimismo, la negociación efectuada por los internalizadores sistemáticos se mantuvo en el primer trimestre del ejercicio 2025 en torno al 7 % de la negociación total de los valores españoles, valores similares a los observados en el conjunto de 2024. Este porcentaje, que había moderado su crecimiento en el segundo semestre de 2024 hasta el 6,7 %, se estima tomando como negociación total la suma de aquella sujeta a reglas de mercado no discrecionales y la realizada por internalizadores sistemáticos. Este valor consolida la recuperación de este tipo de negociación observada durante los ejercicios 2023 y 2024 y supone cierta reversión en el grado de cumplimiento de uno de los objetivos de la regulación MiFID II, que era desplazar parte de la negociación realizada bajo reglas discrecionales hacia centros de negociación que siguen reglas no discrecionales.

22 La cuota de mercado de BME alcanzó en el primer trimestre de 2025 el 36,8 % de la negociación total sujeta a reglas de mercado no discrecionales (un 36,5 % en el periodo comprendido entre el 1 de enero y el 15 abril). Si se calculan estos porcentajes en función de la contratación que tiene lugar exclusivamente mediante el sistema de libros (conocida como *on-book*) la cuota de mercado de BME entre el 1 y el 15 de abril asciende hasta el 57 %.

Contratación de renta variable española admitida en bolsas españolas¹

CUADRO 3

	2022	2023	2024	III 24	IV 24	I 25	En el año ⁶
Total	738.361,6	630.337,0	717.533,3	150.890,1	185.592,1	224.731,4	287.593,8
Admitida en SIBE	738.353,3	630.334,7	717.526,8	150.889,2	185.589,9	224.729,7	287.592,1
BME	351.801,8	290.101,3	300.998,9	61.689,7	72.577,2	81.765,1	104.133,1
Cboe Equities ²	294.530,2	247.337,2	323.396,1	67.987,4	90.498,7	110.706,1	143.641,3
Turquoise	19.251,4	15.886,0	20.689,9	4.776,2	5.168,8	7.427,9	9.283,8
Equiduct ³	7.104,6	18.135,8	27.172,9	5.707,9	6.269,8	10.547,4	12.848,8
Aquis ³	25.275,5	22.390,5	32.646,4	7.616,4	8.095,4	10.597,4	13.189,5
Portfolio Exchange	-	0,4	6,1	0,0	1,9	3,2	3,2
Otros	40.389,8	36.483,5	12.616,5	3.111,7	2.978,1	3.682,6	4.492,4
Corros	8,3	2,3	6,5	0,9	2,2	1,7	1,7
Pro memoria							
Contratación en BME de RV extranjera	4.770,9	6.394,7	13.245,4	2.530,8	4.005,6	4.025,9	4.620,1
BME MTF Equity ⁴	3.837,3	2.871,5	3.602,8	612,8	1.374,2	750,4	916,5
Latibex	93,4	65,7	154,5	32,6	41,4	61,4	74,9
ETF	1.604,8	1.297,3	991,5	229,0	220,6	286,7	386,9
Total contratación BME	362.116,5	300.732,8	318.999,7	69.094,9	78.221,3	86.899,1	110.133,1
% RV española en BME respecto al total RV española	48,0	46,4	42,3	41,2	39,6	36,8	36,5
Internalizadores sistemáticos⁵	42.059,5	43.460,2	53.082,4	12.123,0	1.840,1	16.800,1	-

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

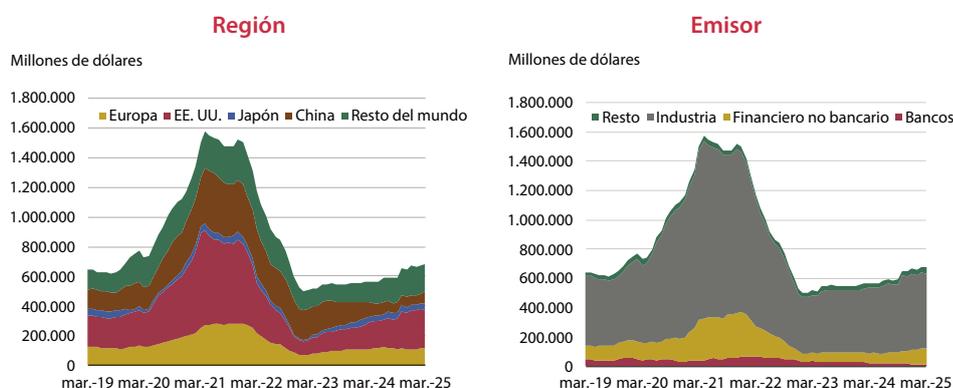
- 1 Incluye la negociación de renta variable española sujeta a reglas de mercado o SMN (*lit más dark*). La renta variable española en bolsas españolas es aquella con ISIN español que está admitida a negociación en el mercado regulado de BME, por lo que no incluye el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), actualmente BME MTF Equity. La renta variable extranjera es aquella admitida a negociación en el mercado regulado de BME cuyo ISIN no es español. Los datos de negociación de los centros competidores de BME tienen como origen BMLL desde el tercer trimestre de 2024.
- 2 Incluye la negociación que hasta 2020 se realizaba en Chi-X y BATS, que desde enero de 2021 se ha trasladado a Ámsterdam como consecuencia del *brexit*.
- 3 La contratación en Equiduct y Aquis hasta 2020 se reportaba en la denominación «Otros».
- 4 Hasta septiembre de 2020 se denominaba MAB. Este SMN tiene tres segmentos: BME Growth (en el que cotizan las empresas en expansión y las SOCIMI), BME IIC (en el que cotizan las SICAV y las sociedades de inversión libre) y BME ECR (en el que cotizan las entidades de capital riesgo).
- 5 Datos estimados por la CNMV con información de *transaction reporting*.
- 6 Datos hasta el 15 de abril.

El volumen de emisiones de renta variable en los mercados internacionales creció un 21 % en el conjunto de 2024 hasta superar 668.000 millones de euros, tendencia que se ha mantenido en el primer trimestre de 2025 (véase gráfico 6). El importe emitido en el primer trimestre ha superado los 163.000 millones de dólares, un 7,1 % interanual más que en el mismo periodo de 2024. El comportamiento entre las diferentes regiones fue desigual, con fuerte crecimiento de las emisiones en China, donde se triplicaron con creces hasta situarse por encima de 26.600 millones de dólares. En cambio, en Europa y en Japón se observaron avances más discretos, hasta alcanzar 36.300 y 10.700 millones de dólares, respectivamente, y en EE. UU. retrocedieron ligeramente (-2,3 %), aunque mantuvieron el liderazgo del mercado con más de 60.400 millones de dólares. Por sectores, la mayor parte del importe

emitido se concentró en el sector industrial (125.600 millones, un 2,6 % menos) y las entidades financieras no bancarias (25.600 millones, un 63,7 % más), mientras que los importes más discretos correspondieron a los bancos (6.500 millones, un 1,3 % más) y el resto de los sectores (7.500 millones, un 57,8 % más).

Emisiones internacionales de renta variable

GRÁFICO 6



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

La actividad emisora de renta variable realizada en los mercados nacionales en el primer trimestre alcanzó 2.140,7 millones de euros en emisiones, casi el doble que hace 1 año. Este valor confirma el mantenimiento de la tendencia observada en los mercados primarios en el ejercicio 2024 de cierta recuperación de la actividad emisora, si bien algo más de la mitad de este importe correspondió a ampliaciones de capital bajo el formato dividendo-elección, destinadas a la remuneración de accionistas de grandes compañías. Respecto al resto, la mayor parte del importe de las ampliaciones de capital con captación de recursos tuvo su origen en la oferta pública de suscripción (OPS) de la compañía Hotelbeds, que se incorporó al mercado mediante la combinación de una oferta pública de venta (OPV) y la OPS citada.

De hecho, la única compañía que se incorporó al mercado continuo en el primer trimestre del año fue Hotelbeds. Aunque inicialmente varias sociedades tenían intención de incorporarse al mercado a lo largo del ejercicio, el aumento de la volatilidad y las incertidumbres derivadas de la guerra comercial han podido interferir en los planes de salida a cotizar en bolsa de algunas, y no puede descartarse que en determinados casos se cancelen. Asimismo, no se incorporó ninguna compañía a BME Growth, aunque destacó la actividad del mercado de empresas en desarrollo BME Scaleup y, en menor medida, del mercado Portfolio Stock Exchange. Al primero se incorporaron 6 sociedades por valor de 766,5 millones de euros, entre las que destacó Lar España Real Estate, con una valoración de casi 695 millones de euros y que abandonó el mercado continuo; mientras que al segundo se incorporaron 2 sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMI) y 1 sociedad de capital riesgo (SCR) por valor de 256,6 millones de euros.

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta

CUADRO 4

	2023	2024	II 24	III 24	IV 24	I 25	En el año
NÚMERO DE EMISORES¹							
Total	20	28	14	12	13	10	12
Ampliaciones de capital	20	29	14	12	13	9	11
Ofertas públicas de suscripción de valores	0	2	1	0	1	1	1
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0	1	1	0	0	1	1
NÚMERO DE EMISIONES¹							
Total	39	67	27	14	17	13	15
Ampliaciones de capital	39	65	26	14	17	12	14
Ofertas públicas de suscripción de valores	0	2	2	0	1	3	3
Ofertas públicas de venta de acciones ² (OPV)	0	1	1	0	0	1	1
IMPORTE EFECTIVO¹ (millones de euros)							
Ampliaciones de capital con captación de recursos	396,4	4.409,2	2.436,0	1.563,1	262,6	1.000,3	1.002,3
Con derecho de suscripción preferente	181,1	94,8	42,9	12,0	0,0	108,0	108
Sin derecho de suscripción preferente	0,0	1.559,5	1.384,5	0,0	175,0	839,1	839,1
Colocaciones aceleradas	2,9	998,1	0,0	920,8	77,3	53,2	53,2
Ampliación con contrapartida no monetaria ³	5,2	263,4	259,6	0,0	3,8	0,0	0,0
Ampliaciones de capital por conversión	51,5	384,0	364,1	5,9	1,9	0,0	2,0
Otras	155,6	1.109,3	384,8	624,5	4,6	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas⁴	3.281,0	3.524,0	251,4	1.963,0	370,1	1.140,4	1.140,4
De las cuales dividendo elección	3.279,5	3.522,2	251,4	1.962,9	368,5	1.104,4	1.104,4
Total ampliaciones de capital	3.677,5	7.933,2	2.687,5	3.526,1	632,7	2.140,7	2.142,7
Ofertas públicas de venta	-	-	1.388,1	0,0	0,0	23,0	23,0
Pro memoria: operaciones en BME Growth⁵							
Número de emisores	14	36	14	15	19	14	6
Número de emisiones	31	116	31	23	35	23	8
Importe efectivo (millones de euros)	75,6	884,6	75,6	99,5	642,4	140,7	8,1
Ampliaciones de capital	75,6	884,6	75,6	99,5	642,4	140,7	8,1
De ellas, mediante OPS	30,3	469,2	30,3	0,0	438,9	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuente: BME y elaboración propia.

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

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

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

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

5 Operaciones no registradas en la CNMV.

El desarrollo reciente de los mercados de valores europeos se enmarca, principalmente, en las condiciones que estableció la regulación MiFID. MiFID I supuso, entre otras cosas, un cambio importante en el fomento de la competencia en los mercados, permitiendo la entrada de nuevos participantes¹ y MiFID II, por su parte, puso un mayor énfasis en la protección del inversor y la estabilidad financiera. En los últimos años se ha venido argumentando que la normativa MiFID ha dado lugar a una fragmentación de la negociación de los valores que, además, podría haber perjudicado la liquidez de estos. También se indica que los mercados de origen continúan reteniendo la capacidad de formación de precios. La CNMV realizó un estudio específico en esta materia en 2024 con el fin de contrastar estas afirmaciones, que se publicó a finales de año². Este recuadro resume las principales evidencias de ese trabajo, que se enfocó en las acciones españolas, pero que también mostró las métricas más importantes para otros mercados europeos y para EE. UU.

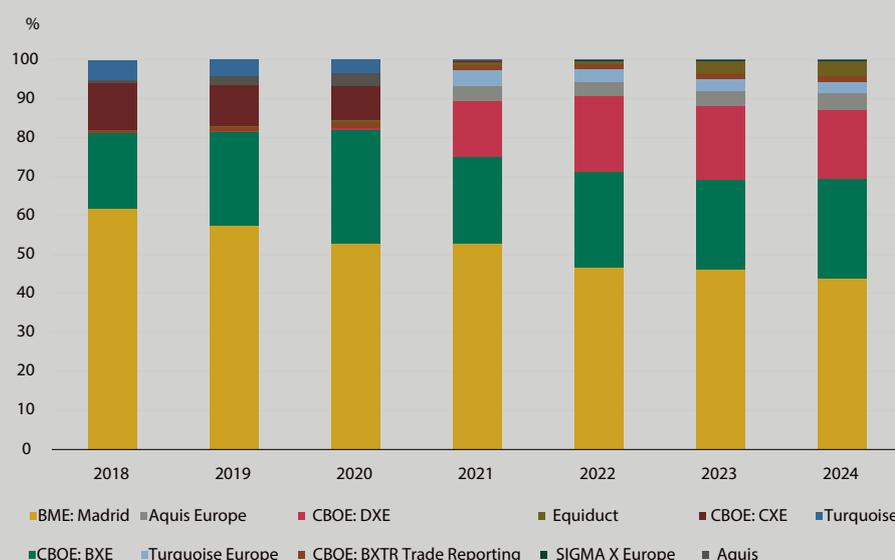
Fragmentación de la negociación

El trabajo, realizado con datos de BMLL, encontró que la fragmentación de la negociación de las acciones en Europa —entendida como el proceso de deslocalización de la negociación de las acciones en centros de contratación diferentes de los de origen— se había mantenido en el periodo del análisis (2018-jun.-2024), si bien parecía haberse atenuado en los últimos trimestres, sobre todo en el ámbito de la negociación en libros (*on-book*). BME no es ajena a esta tendencia y presenta una evolución similar a la de otros centros de origen europeos.

El análisis de la negociación de las acciones españolas *on exchange*, que reúne tanto aquella realizada en libros como fuera de ellos pero siempre dentro del ámbito del mercado, revela una disminución de la cuota de mercado de BME, que, como se ha indicado previamente, parece haberse atenuado en los últimos dos años (gráfico R2.1). En paralelo, han emergido otros centros de negociación entre los que destaca CBOE, que, con una relevancia próxima al 40 % de esta contratación, se ha convertido en su principal competidor y también el de otros centros europeos.

Cuota por centro de negociación (operativa on exchange)

GRÁFICO R2.1



Fuente: BMLL y CNMV. Los resultados de 2024 corresponden al primer semestre.

Dentro de la negociación fuera de mercado, que aglutina el 30 % del total, se observa una disminución de la importancia relativa de la negociación vía interanalizadores sistemáticos frente al aumento de la negociación puramente extrabursátil (OTC). Existen varias razones que pueden explicar esta tendencia, entre las que destacarían los errores de reporte a la hora de identificar este tipo de operaciones y un cierto cambio de estructura de mercado de los operadores.

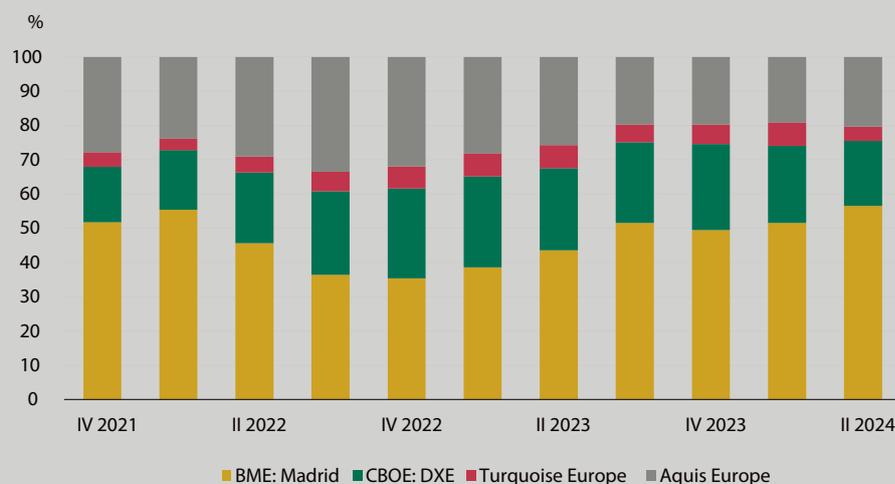
El análisis para EE. UU. revela que la negociación de las acciones también presenta un grado de fragmentación muy elevado entre los diferentes centros de negociación, destacando Nasdaq y NYSE. También se observa que la relevancia de la negociación OTC es igual o mayor que la de los países europeos, por lo que los porcentajes observados en Europa no suponen un elemento diferencial en esta región.

Formación de precios y liquidez en el mercado

Los indicadores de formación de precios revelan que los centros de origen retienen el papel más importante en la formación de precios. Más del 40 % de las veces en que se mejoran los precios se hace en los mercados de origen y estos porcentajes se elevan hasta cerca del 60 % o más en casos como en Francia o Italia. En España, BME mejora los precios del mercado casi el 50 % de las veces (media del periodo).

Formación de mejores precios de acciones españolas (EBBO setting)

GRÁFICO R2.2



Fuente: BMLL y CNMV.

Otras métricas relacionadas con la formación de precios y la liquidez en el mercado informan de una situación más equilibrada entre los centros de origen y CBOE. Entre estas destacan aquellas que evalúan el porcentaje de tiempo que un determinado centro muestra mejores precios, de forma exclusiva o no, y se observa que los centros competidores, especialmente CBOE, están siendo capaces de mostrar durante mucho tiempo buenos precios en el mercado, aunque no tengan un papel preponderante en su formación: serían seguidores de precios.

A la vista de los principales resultados del trabajo, el estudio sugiere la conveniencia de realizar una reflexión general en torno a elementos como el nivel de competitividad de los mercados europeos en relación con otros mercados o las condiciones de competencia entre los centros de negociación dentro de la propia Unión Europea.

- 1 Se trata de los sistemas multilaterales de negociación (SMN) y los internalizadores sistemáticos. MiFID II introduciría más tarde otro nuevo tipo de participante, los sistemas organizados de contratación (SOC).
- 2 Véase Cambón, M.I. y Riba, Q. (2025). *Fragmentación, formación de precios y liquidez de las acciones españolas en un contexto europeo*. CNMV, Documento de Trabajo n.º 87. Disponible en: [CNMV - Documentos de Trabajo](#)

2.2 Los mercados de renta fija

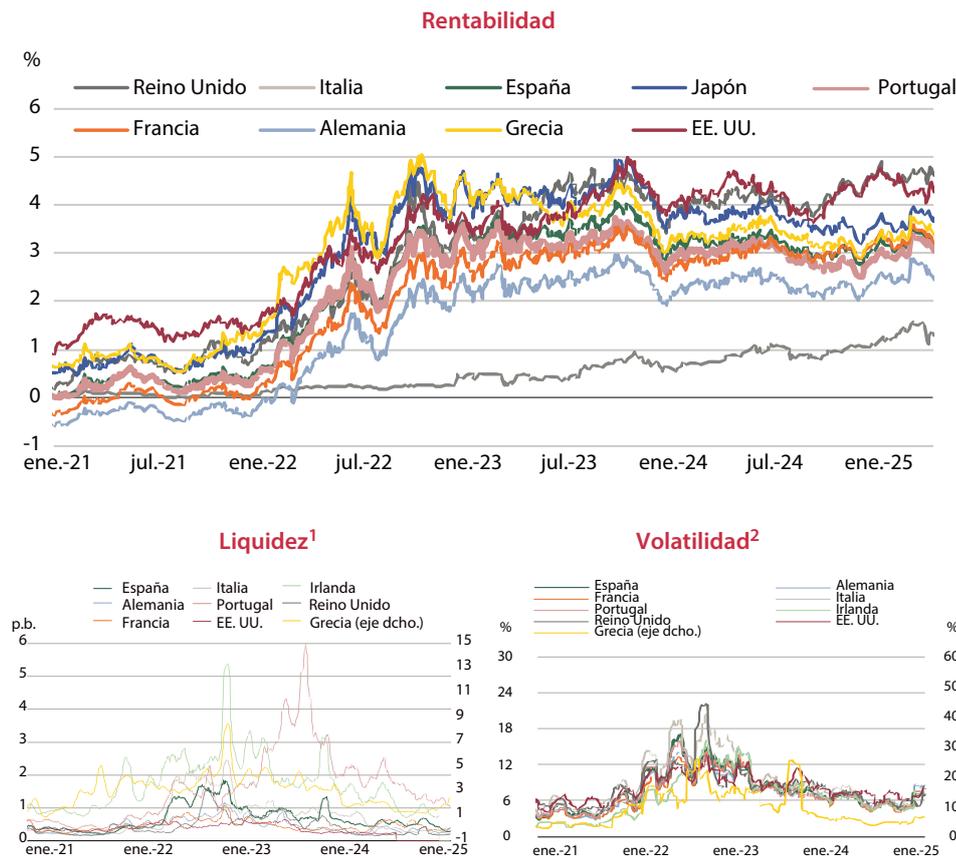
Durante los primeros meses del año²³, en los mercados de renta fija se han producido descensos de los tipos de interés a corto plazo, mientras que para los tramos más largos se han registrado aumentos. A nivel europeo, esta bajada de rentabilidad en los vencimientos más cortos fue más intensa que en otros mercados, lo que parece explicarse por las reducciones de tipos aplicadas por el BCE. Por otro lado, las subidas en los rendimientos a largo plazo estarían condicionadas por los anuncios de aranceles realizados por parte del Gobierno de EE. UU. y por algunas decisiones de gasto público relacionadas con infraestructuras y defensa.

Tipos de interés

La rentabilidad del bono soberano a 10 años ha subido ligeramente en los primeros meses del año en las principales economías avanzadas, a excepción de EE. UU., donde se produjo un descenso de 23 p.b., hasta situarse en el 4,34 %. En el resto de los plazos de la curva de tipos de esta economía, también se han producido descensos, de cierta intensidad, sobre todo en los tramos entre 1 y 10 años. Únicamente, los rendimientos más a corto plazo (a 1 y 3 meses) han presentado un ligero aumento a raíz de la última decisión de la Reserva Federal de no bajar los tipos. El desplazamiento hacia abajo de la curva de tipos de EE. UU. puede asociarse, en parte, a unos niveles esperados de actividad inferiores, resultantes de las diferentes medidas en materia de política económica adoptadas por su Administración.

En los países de la zona euro, las subidas de la rentabilidad del bono soberano a 10 años oscilaron entre los 11 p.b. de Finlandia y los 29 p.b. de Portugal. La rentabilidad del bono soberano alemán creció hasta el 2,55 %, mientras que la del bono de Países Bajos (2,80 %), Finlandia (2,86 %), Irlanda (2,90 %) y Austria (2,99 %) también aumentó respecto a finales de año, pero continúa por debajo del 3 %. La deuda de Portugal presentaba un rendimiento del 3,14 % a mediados de abril, manteniéndose por debajo de otras economías como la española (3,25 %), la francesa (3,31 %) o la italiana (3,73 %). Por otro lado, en el Reino Unido y en Japón los tipos se situaron en el 4,65 % y el 1,36 %, respectivamente, con aumentos de 8 p.b. y 28 p.b., respectivamente.

23 Hasta el 15 de abril.



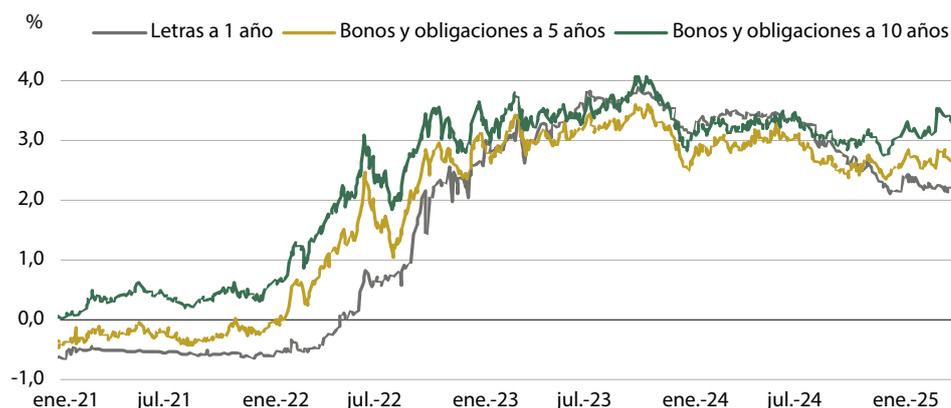
Fuente: Bloomberg, Refinitiv Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de abril.

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

En España, la rentabilidad de la deuda a corto plazo presentó caídas en los primeros meses del año en los activos de deuda pública, continuando así con los descensos producidos en el cuarto trimestre de 2024. Estos descensos son especialmente significativos en los tramos más cortos, ya que se ven más afectados por las últimas reducciones de tipos oficiales aplicadas por parte del BCE. En la última reunión del BCE celebrada el pasado 17 de abril se optó por mantener la dirección de la política monetaria con una nueva reducción de 25 p.b. en los 3 tipos oficiales. En este contexto, los tipos de las Letras del Tesoro a 3, 6 y 12 meses alcanzaron en las 2 primeras semanas de abril una rentabilidad media en el mercado secundario del 2,20 %, el 2,11 % y el 2,10 %, respectivamente, lo que supone un descenso de entre 8 p.b. y 40 p.b. respecto de los valores de diciembre (véase cuadro 5).

Tipos de interés de la deuda pública española

GRÁFICO 8



Fuente: Refinitiv Datastream. Datos hasta el 15 de abril

La rentabilidad de los activos de renta fija privada a corto plazo también ha presentado descensos en los primeros meses del año. Como se observa en el cuadro 5, esta tendencia es relativamente similar a la mostrada por la deuda pública en el último año y sigue el ritmo de reducción de tipos marcado por el BCE desde mediados de 2024. Así, los datos para el mercado español muestran que el rendimiento medio de los pagarés en el mercado primario alcanzó en abril rendimientos del 2,51 % para la referencia a 3 meses y del 2,27 % para la referencia a 12 meses. Por su parte, la referencia a 6 meses marcó un 4,25 %, un valor condicionado por las pocas observaciones en la primera quincena del mes de abril. Por tanto, no es significativo ni informativo de una tendencia.

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 5

	dic.-23	dic.-24	jun.-24	sep.-24	dic.-24	mar.-25	abr.-25 ³
Letras del Tesoro							
3 meses	3,56	2,57	3,50	3,02	2,57	2,32	2,20
6 meses	3,57	2,51	3,41	3,09	2,51	2,27	2,11
12 meses	3,28	2,18	3,38	2,83	2,18	2,21	2,10
Pagarés de empresa²							
3 meses	4,24	2,97	3,70	3,60	2,97	2,61	2,51
6 meses	5,21	3,73	3,77	3,43	3,73	2,55	4,25
12 meses	4,06	2,61	3,27	2,98	2,61	2,56	2,27

Fuente: Refinitiv Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Tipos de interés de emisión.

3 Datos diarios hasta el 15 de abril.

Como se ha indicado anteriormente, los tipos de la deuda pública a medio y largo plazo experimentaron un ligero repunte en el periodo transcurrido de 2025 (si se compara la media mensual de abril de 2025 con la media mensual de diciembre de 2024). Tal como muestra el cuadro 6, el rendimiento de la deuda pública española a 3, 5 y 10 años se situó en abril en el 2,20 %, el 2,57 % y el 3,30 % (de media mensual), respectivamente, lo que supone, respecto a las cifras de diciembre, un descenso de 10 p.b. en la deuda a 3 años y un aumento de 10 p.b. y 39 p.b. para la deuda a 5 y 10 años, respectivamente.

Rentabilidad de la renta fija a medio y largo plazo¹

CUADRO 6

%

	dic.-23	dic.-24	jun.-24	sep.-24	dic.-24	mar.-25	abr.-25 ¹
Renta fija pública							
3 meses	2,75	2,30	3,06	2,48	2,30	2,44	2,20
6 meses	2,76	2,47	3,05	2,54	2,47	2,73	2,57
12 meses	3,08	2,91	3,35	2,98	2,91	3,42	3,30
Renta fija privada							
3 meses	3,96	3,05	4,03	3,43	3,05	3,03	2,88
6 meses	4,16	3,29	3,90	3,55	3,29	3,42	3,26
12 meses	4,16	3,48	4,17	3,94	3,48	3,67	3,64

Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia.

1 Promedio mensual de datos diarios

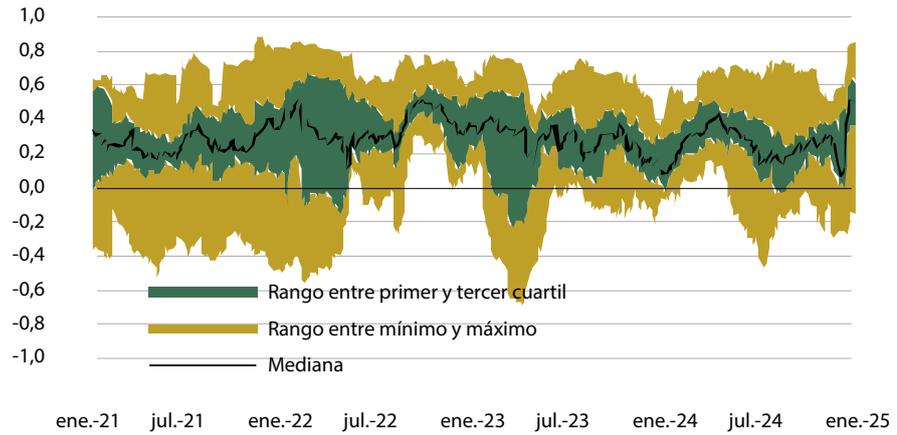
2 Datos diarios hasta el 15 de abril.

La evolución de los tipos de interés de la renta fija privada a largo plazo ha sido más estable durante los primeros meses de 2025. Así, tras los descensos registrados en 2024 y la relativa estabilización de comienzos de año, se situaban en abril en el 2,88 %, el 3,26 % y el 3,64 % para los bonos a 3, 5 y 10 años, respectivamente. Esto supone, respecto a los rendimientos de diciembre de 2024, una caída de 17 p.b. y 3 p.b. para los plazos a 3 y 5 años y un aumento de 16 p.b. para la deuda a 10 años.

El grado de correlación entre los precios de las diferentes clases de activos financieros, que había disminuido en el primer trimestre del año, aumentó de forma significativa en abril durante las turbulencias (véase gráfico 9). Este aumento en el grado de correlación es habitual en momentos de crisis y tiene su origen en la evolución similar en los precios de los activos de deuda y de crédito respecto al de las acciones. La aplicación de las medidas arancelarias por parte de la Administración estadounidense y el *shock* que esto ha generado en los mercados se ha traducido en un comportamiento similar entre los activos de renta fija y renta variable, contribuyendo así al incremento observado en la correlación entre estas clases de activos.

Indicador de correlación entre clases de activos¹

GRÁFICO 9



Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de abril.

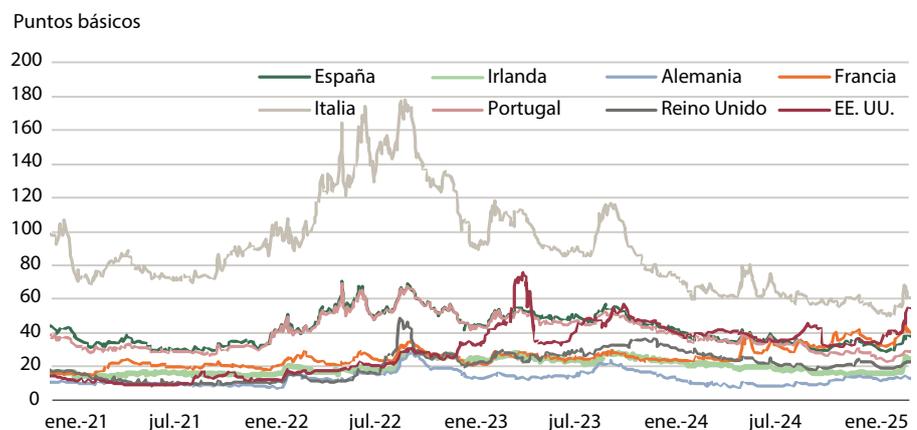
1 El indicador de correlación entre clases de activos recoge pares de correlaciones calculadas con datos diarios en ventanas de 3 meses. Las clases de activos son: deuda soberana, renta fija privada de entidades financieras y no financieras, y valores del Ibex 35 de compañías financieras, de *utilities* y del resto de sectores.

Primas de riesgo

La evolución de las primas de riesgo de crédito soberano (evaluadas a través de los contratos CDS a 5 años) de las economías avanzadas se ha visto afectada por el anuncio de políticas arancelarias por parte de EE. UU. en los últimos meses, especialmente durante las dos primeras semanas de abril. Así, los CDS a 5 años sobre EE. UU. aumentaron 21 p.b. respecto al cierre de 2024, mientras que en las principales economías europeas se registraron incrementos mucho más moderados, de en torno a 2 p.b. y 3 p.b. En el caso europeo, las mayores subidas se produjeron el 9 de abril, coincidiendo con la entrada en vigor de los aranceles sobre productos europeos importados por EE. UU. Irlanda destacó por ser el país europeo con el mayor incremento en su prima de riesgo, que alcanzó los 25 p.b. el 15 de abril de 2025, 9 p.b. más que al cierre del año anterior.

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

GRÁFICO 10

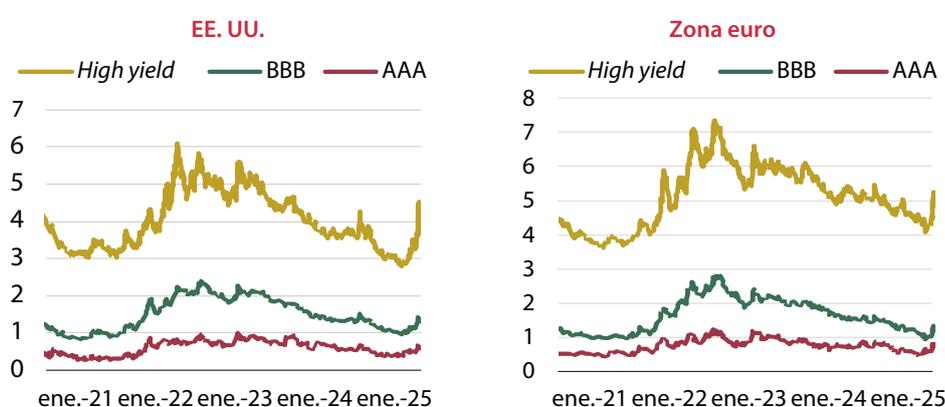


Fuente: Refinitiv Datastream. Datos hasta el 15 de abril.

Las primas de riesgo de crédito en los mercados de renta fija privada de las economías avanzadas, al igual que en los de deuda pública, han registrado subidas en los últimos meses, especialmente en el caso de EE. UU. En la deuda *high yield*, se observaron importantes alzas en EE. UU. (92 p.b.), mientras que en la zona euro estas fueron más discretas (34 p.b.). Las primas de riesgo de la deuda BBB experimentaron aumentos en EE. UU. (34 p.b.), pero apenas registraron variaciones en la zona euro (2 p.b.). En cuanto a la deuda AAA, esta tuvo un comportamiento similar en las dos economías, con incrementos de 14 p.b. en ambas áreas. Tal como muestra el gráfico 11, los acontecimientos de las últimas semanas han elevado la percepción de riesgo asociada a las compañías con menor calidad crediticia y, en consecuencia, los inversores han exigido mayores *spreads* en comparación con periodos anteriores.

Primas de riesgo de la deuda privada¹

GRÁFICO 11

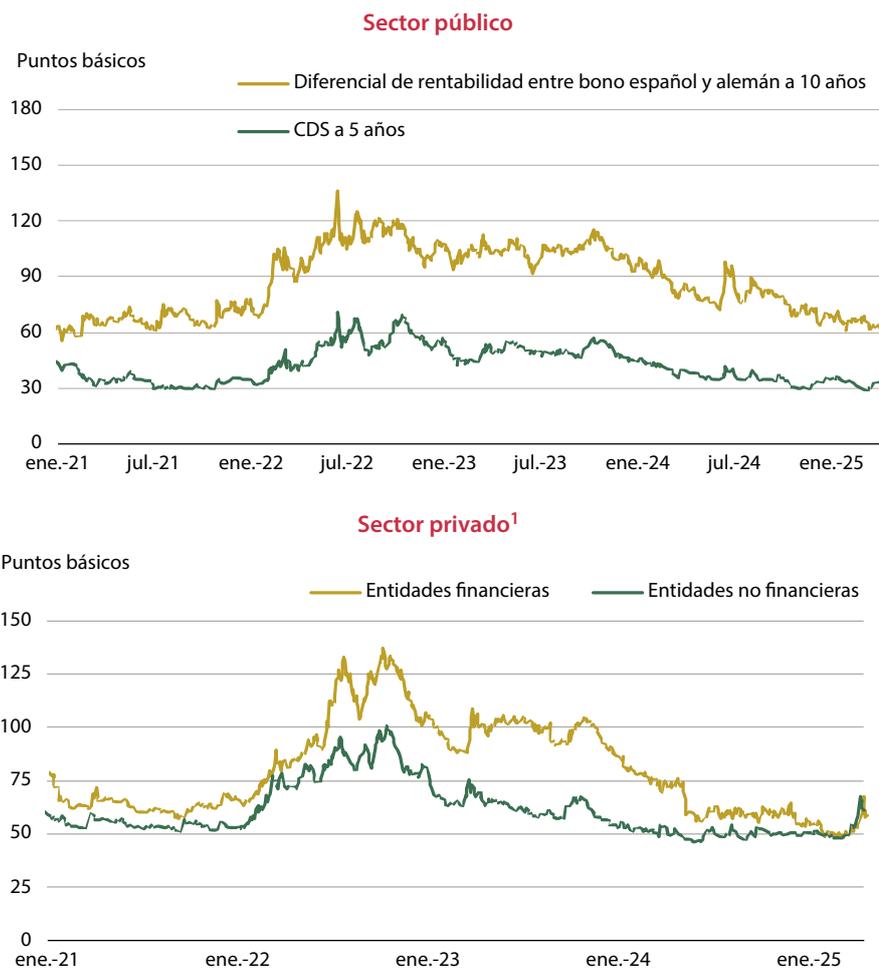


Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de abril.

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

En España, la prima de riesgo soberano²⁴ a 15 de abril se situó en 71 p.b., la misma cifra que al cierre del año anterior. Esta evolución se encuentra en sintonía con la del resto de las economías de nuestro entorno, como ya se comentó al inicio de este epígrafe. Desde mediados de 2024, la prima de riesgo española ha mostrado una tendencia descendente, respaldada por el mejor comportamiento relativo de la economía nacional, la publicación de resultados empresariales más favorables de lo previsto y la continuidad en las políticas de reducción de tipos implementada por el BCE en los últimos meses. Esta evolución se vio interrumpida en las primeras semanas de abril, tras el anuncio de las tarifas arancelarias de EE. UU. sobre productos europeos.

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



Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia.

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

Por lo que respecta a los subsectores privados de la economía española, el balance acumulado del año deja aumentos en las primas, ligeramente mayores en las entidades no financieras que en las instituciones financieras. Tras un comportamiento relativamente estable en el primer trimestre del año, las primas de riesgo de estos dos subsectores experimentaron un repunte hasta situarse cerca de los 70 p.b. en ambos casos en los primeros días de abril. Con posterioridad, se produjo un descenso algo más intenso en las instituciones financieras. Así, a mediados de abril de 2025, el *spread* medio de los CDS de las entidades financieras rondaba los 57,5 p.b. (2,5 p.b. más que al cierre de 2024), mientras que el de las entidades no financieras alcanzaba los 60,6 p.b., lo que representa un incremento más significativo respecto a los 50,9 p.b. registrados al final del año anterior.

Emisiones

Las emisiones brutas de deuda a largo plazo efectuadas en los mercados internacionales descendieron un ligero 0,5 % en el primer trimestre del año²⁵, hasta los 8,1 billones de dólares. De esta manera, los mercados primarios de deuda mantuvieron unos niveles de emisión similares a los de 2024. Por regiones, destaca el aumento de las emisiones de renta fija en EE. UU., que crecieron un 11,2 %, hasta alcanzar los 4,2 billones de dólares. En contraste, el resto de las regiones registró descensos. En Europa, las emisiones de deuda cayeron un 7,3 %, hasta 1,9 billones de dólares, mientras que en Japón y en el resto del mundo se produjeron reducciones del 9,3 % y del 14,2 %, respectivamente, en comparación con el mismo periodo de 2024.

Las emisiones brutas de deuda soberana aumentaron en su conjunto un 1,2 % con respecto a 2024, hasta los 5,2 billones de dólares. Este incremento no fue homogéneo entre regiones. En EE. UU., las emisiones de deuda soberana se incrementaron un 12,2 %, hasta los 2,8 billones de dólares, mientras que en Europa, en Japón y en el resto del mundo se registraron descensos del 13,5 % (hasta 978.000 millones de dólares), el 7,3 % y el 6,1 %, respectivamente (véase gráfico 13).

En cuanto a las emisiones de deuda del sector privado, estas mostraron un comportamiento similar al de la deuda soberana, marcando ligeros descensos respecto al primer semestre de 2024. Las emisiones de deuda de las entidades financieras descendieron un 5,7 %, hasta 1,6 billones de dólares, mientras que las realizadas por las compañías no financieras apenas bajaron un 0,1 %, manteniéndose en 1,3 billones de dólares. Como se observa en los paneles inferiores del gráfico 13, la reducción de las emisiones de las entidades financieras se explica por la evolución registrada en el resto del mundo (-36,1 %). Por su parte, las emisiones de las compañías no financieras descendieron en las principales regiones a excepción de EE. UU., donde aumentaron un 14,6 %, hasta los 639.000 millones de dólares.

25 Datos semestralizados con fines analíticos.



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

Las emisiones de renta fija efectuadas por los emisores españoles del sector privado se han situado en 43.689 millones de euros en estos primeros meses de 2025 (hasta el 15 de abril). Este importe se reparte en 26.104 millones de las realizadas en España (admitidas a negociación en AIAF o en el MARF) y 17.585 millones de las realizadas en el exterior (datos disponibles de enero y febrero). En el caso de las emisiones de deuda efectuadas en España, cabe destacar el notable repunte de las emisiones de deuda a largo plazo, que se situaron en 16.000 millones de euros, un 58,9 % más que en el mismo periodo de 2024. En AIAF se produjeron aumentos importantes en la mayor parte de las modalidades de deuda. Estas subidas fueron especialmente intensas en los bonos de titulización, cuyas emisiones fueron más del doble que las del mismo periodo de 2024. Por su parte, el importe de las emisiones a corto plazo realizadas en España aumentó un 18,9 % respecto a 2024, con lo que alcanzó los 10.018 millones de euros (véase cuadro 7). Esta cifra se nutre de los 5.644 millones admitidos en AIAF, un 60,4 % más que en 2024, y de los 4.374 millones del MARF, cuyo importe se mantuvo en niveles muy similares a los del año anterior.

Emisiones brutas de renta fija de emisores españoles del sector privado

CUADRO 7

CNMV				2024			2025
	2022	2023	2024	III	IV	I	En el año ²
Admitidas en AIAF¹							
A largo plazo	59.242	49.503	38.986	6.586	11.432	14.023	15.598
Bonos y obligaciones no convertibles	3.708	6.215	4.546	1.216	843	2.237	2.312
Bonos y obligaciones convertibles	0	130	100	0	0	0	0
Cédulas hipotecarias	31.350	22.750	16.500	3.000	7.250	6.000	7.500
Cédulas territoriales	3.540	750	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	20.645	14.808	14.740	2.370	2.239	4.436	4.436
Participaciones preferentes	0	1.350	750	0	0	1.000	1.000
Otras emisiones	0	3.500	2.350	0	1.100	350	350
A corto plazo	39.525	25.706	12.278	4.421	2.751	5.343	5.644
Pagarés de empresa	39.525	25.706	12.278	4.421	2.751	5.343	5.644
Total AIAF	98.767	75.209	51.264	11.007	14.183	19.366	21.242
Total MARF³	13.772	15.273	16.468	3.261	4.997	4.061	4.862
Emisiones a largo plazo	769	498	1.142	40	913	379	486
Pagarés de empresa	13.004	14.775	15.326	3.221	4.084	3.682	4.374
TOTAL España (AIAF, MARF)	112.539	90.482	67.732	14.268	19.180	23.427	26.104
					2024		2025
Efectuadas en el exterior	2022	2023	2024	III	IV	I⁴	En el año⁴
A largo plazo	48.062	64.119	80.831	16.982	14.594	13.119	13.119
Participaciones preferentes	0	2.744	1.407	1.407	0	0	0
Obligaciones subordinadas	0	1.368	2.800	2.000	800	0	0
Bonos y obligaciones	48.062	59.013	75.873	13.575	13.794	13.119	13.119
Bonos de titulización	0	994	0	0	0	0	0
A corto plazo	64.834	70.104	43.977	14.607	11.444	4.467	4.467
Pagarés de empresa	64.834	70.104	43.977	14.607	11.444	4.467	4.467
De titulización de activos	0	0	0	0	0	0	0
Total exterior	112.896	134.222	124.807	31.589	26.038	17.585	17.585
TOTAL (España y exterior)	225.435	224.704	192.539	45.857	45.218	41.012	43.689

Fuente: CNMV y Banco de España.

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

2 Datos hasta el 15 de abril.

3 Incluye las emisiones tanto a corto como a largo plazo admitidas a negociación en MARF.

4 Datos hasta el 28 de febrero.

Las emisiones de deuda realizadas en el exterior en los 2 primeros meses del año se situaron en 17.585 millones de euros, lo que implica un 35,1 % menos respecto al mismo periodo de 2024. Esta variación se debe, sobre todo, al descenso en las emisiones a largo plazo de bonos y obligaciones (-38,6 %). Las emisiones de pagarés en el exterior también retrocedieron, aunque en menor medida (-22 %).

El importe de las emisiones de deuda con criterios medioambientales, sociales y de gobernanza (ASG) de los emisores españoles²⁶ se situó en 4.122 millones de euros en el primer trimestre (10.483 millones en el mismo periodo del año anterior). El análisis en cuanto a su composición revela una preponderancia de las emisiones de bonos sostenibles sobre el resto, representando estas un 65 % del total emitido. Esto supone un cambio importante respecto a periodos anteriores, en los que predominaban las emisiones de bonos verdes. Asimismo, descendió el número de emisiones realizadas este año, 15 (12 verdes y 3 sostenibles), 9 menos que en el mismo periodo del ejercicio previo. Del importe total de emisiones, 1.427 millones correspondieron al sector privado (todas ellas realizadas en el exterior), lo que supone un importante retroceso (-82,5 %) respecto a las cifras del año anterior. Por parte del sector público²⁷ se emitió deuda de este tipo por un importe de 2.695 millones de euros (en 3 emisiones realizadas en España), una cifra superior a la registrada en 2024 (2.344 millones).

En el ámbito de la actividad registrada en los centros de negociación españoles, destaca un aumento de la contratación en los sistemas organizados de contratación (SOC) y un descenso notable en el Sistema Electrónico de Negociación de Deuda (SEND) respecto al año anterior. En este último, la negociación hasta el 15 de abril se situó en 795 millones de euros, un 73,1 % menos que en 2024. Por su parte, la negociación en los 3 SOC autorizados por la CNMV para negociar renta fija²⁸ alcanzó entre enero y el 15 de abril 450.844 millones de euros, un 34,9 % más que en el mismo periodo de 2024. De este importe, 130.555 millones de euros correspondieron a deuda pública española. Asimismo, volvió a destacar el volumen negociado por el SOC Tradition Financial Services España, que concentró el 69,1 % de la negociación total.

2.3 Criptoactivos

Las criptomonedas iniciaron el ejercicio con nuevas revalorizaciones, siguiendo la tendencia del último trimestre de 2024, cuando subieron con fuerza tras la victoria de Donald Trump. Este *rally* se apoyó en la perspectiva de que la nueva Administración en EE.UU. fuese favorable a la expansión de este mercado, con iniciativas como la creación de la Reserva Nacional Estratégica de Bitcoin. Así, algunos de estos activos, como el propio *bitcoin*, alcanzaron su valor más elevado en el mes de enero. Sin embargo, sus cotizaciones comenzaron a descender en febrero, una tendencia que se acentuó conforme aumentaban las tensiones comerciales y la incertidumbre en los mercados, observándose un incremento significativo de la

26 Fuente: Banco de España y Dealogic.

27 Se trata de tres emisiones de diferentes comunidades autónomas.

28 Existe un cuarto OTF autorizado por la CNMV en 2024 (Vamos OTF), que solo opera con derivados.

volatilidad de estos activos. La interconexión entre estos activos y los del sistema financiero tradicional es relativamente pequeña, pero creciente, en parte debido al aumento de los productos conocidos como cripto ETP (*exchange-traded products*), que permiten tomar una posición en activos de este mercado.

La cotización del *bitcoin* se situaba en 84.523 dólares a mediados de abril, lo que supone una caída próxima al 10 % respecto a su valor de principios de año. El Ethereum, por su parte, retrocedió más de un 50 %, hasta situarse en 1.621 dólares. Estas caídas²⁹ se extendieron al resto de criptomonedas más habituales. Por otro lado, las bajadas de precios afectaron de modo significativo a los volúmenes negociados, que, aunque estuvieron sujetos a una importante volatilidad, cayeron a menos de la mitad de los alcanzados en el último trimestre de 2024 y se aproximaron a valores más parecidos a los de trimestres anteriores.

29 Las cotizaciones mínimas del año se observaron el 9 de abril.

3 Los agentes de los mercados

3.1 Vehículos de inversión

IIC de carácter financiero

Fondos de inversión

El patrimonio de los fondos de inversión registrados en España volvió a crecer con fuerza en 2024, con un avance del 14,9 %, situándose en 405.931 millones de euros a finales de año. Este aumento patrimonial fue consecuencia tanto de la revalorización de la cartera de inversiones, que ascendió a casi 25.000 millones de euros en el conjunto del ejercicio, como de las entradas netas de recursos, que se situaron en 28.000 millones. Cabe mencionar que las suscripciones netas superaron los 5.000 millones de euros en todos los trimestres de 2024, siendo especialmente elevadas en los últimos 3 meses del año (más de 8.000 millones). Los datos correspondientes a los meses de enero y febrero de 2025 continúan mostrando la misma tendencia: el patrimonio de los fondos se incrementó un 3,4 %, hasta alcanzar prácticamente 420.000 millones de euros³⁰.

Por cuarto año consecutivo, la mayor parte de los flujos inversores fueron destinados a los fondos de renta fija, con unas entradas netas de recursos a lo largo del año de más de 35.000 millones de euros³¹. También experimentaron entradas netas de recursos, aunque a mucha distancia, los fondos de renta fija mixta, con un total de 2.100 millones de euros. Por el contrario, en los fondos garantizados se produjeron unos reembolsos netos de casi 3.500 millones de euros y en los fondos globales, de 2.800 millones (véase cuadro 8). Con estos movimientos continúa la preferencia de los inversores por los fondos más conservadores, a pesar de la estabilización de los tipos de interés.

30 Este aumento se debió, sobre todo, a las elevadas suscripciones realizadas por los partícipes, que superaron, en términos netos, los 10.000 millones de euros. Únicamente en el caso de los fondos de renta fija las suscripciones netas alcanzaron casi 12.000 millones de euros.

31 De este importe, 11.800 millones se correspondieron con suscripciones netas en los fondos monetarios, que desde 2022 están experimentando un dinamismo importante, ya que en tan solo 2 años han pasado de 2 a 4 y su patrimonio se ha cuadruplicado hasta situarse en casi 23.000 millones de euros.

Millones de euros

	2022	2023	2024	2024			
				I	II	III	IV
Total fondos de inversión	16.977,9	18.050,8	28.041,3	7.914,8	5.353,5	6.711,5	8.061,6
Rta. fija ¹	15.171,0	28.528,7	35.205,6	11.413,0	8.024,6	7.039,5	8.728,6
Rta. fija mixta ²	-8.999,8	-5.545,0	2.143,1	-1.631,7	1.194,4	1.064,0	1.516,4
Rta. vble. mixta ³	-686,9	-2.287,9	-2.020,2	-1.994,8	-182,9	25,7	131,8
Rta. vble. euro ⁴	-335,9	-1.753,1	-1.146,0	-384,9	-320,8	-249,4	-190,8
Rta. vble. internacional ⁵	1.782,7	-1.766,8	666,3	-538,9	459,4	271,4	474,3
Gar. rta. fija	3.355,8	1.905,1	-1.359,5	-451,8	-457,4	-312,0	-138,3
Gar. rta. vble. ⁶	-1.409,6	-938,7	-2.093,5	-528,9	-308,1	-357,7	-898,9
Fondos globales	3.824,2	-8.376,0	-2.771,5	575,0	-1.807,2	-821,3	-718,1
De gestión pasiva ⁷	4.551,5	8.897,7	-965,5	1.523,5	-1.331,0	-113,7	-1.044,3
Retorno absoluto	-274,9	-613,1	382,6	-65,7	82,5	165,0	200,8

Fuente: CNMV.

- 1 Incluye: Fondos del mercado monetario (FMM) a corto plazo de valor liquidativo constante de deuda pública, FMM a corto plazo de valor liquidativo de baja volatilidad, FMM a corto plazo de valor liquidativo variable, FMM estándar de valor liquidativo variable, renta fija euro y renta fija euro corto plazo.
- 2 Incluye: Renta fija mixta euro y renta fija mixta internacional.
- 3 Incluye: Renta variable mixta euro y renta variable mixta internacional.
- 4 Incluye: Renta variable euro.
- 5 Incluye: Renta variable internacional.
- 6 Incluye: GRV y garantía parcial.
- 7 Incluye: IIC de gestión pasiva, IIC que replican un índice e IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.

El rendimiento de la cartera de los fondos en 2024 fue del 7,0 %, con rentabilidades trimestrales que oscilaron entre el 1 % y el 3 %. Como se puede observar en el cuadro 9, todas las categorías registraron un rendimiento positivo en el global del año, con valores que oscilaron entre el 2,7 % de los fondos garantizados de renta fija y el 17,2 % de los fondos de renta variable internacional (para un mayor detalle, véase cuadro 9).

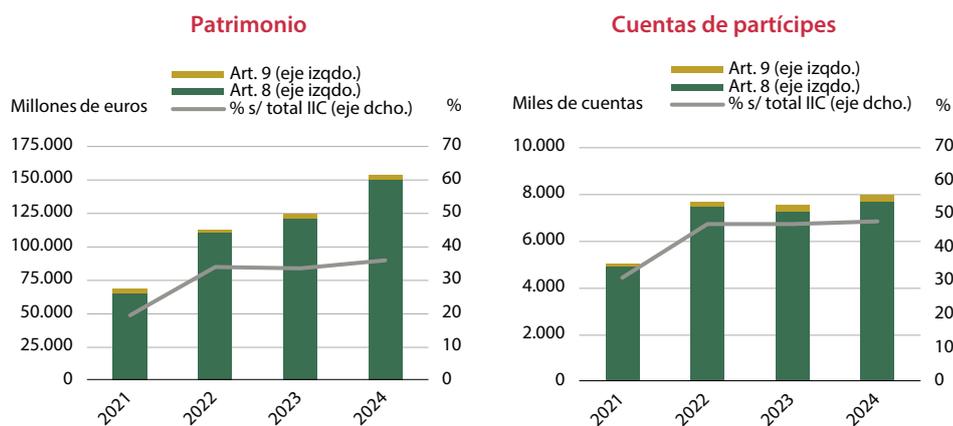
La oferta total de fondos por parte de las sociedades gestoras no experimentó grandes cambios en 2024, con 1.492³² al cierre del año, aunque sí que se produjeron movimientos entre vocaciones. Así, a lo largo del ejercicio el número de vehículos se redujo en 4, tras producirse 98 altas y 102 bajas. Todas las bajas excepto 1 fueron consecuencia de una absorción por parte de otra IIC, con 99 fondos absorbidos por otro fondo nacional y 2 por una IIC extranjera. Al igual que sucedía con las entradas de recursos, la mayor subida tuvo lugar en los fondos de renta fija, con 31 fondos más, seguidos por los fondos de renta variable internacional, con 11 más. Por el contrario, el descenso más numeroso se produjo en los fondos garantizados de renta variable, con 24 menos que en 2023. Entre enero y marzo de 2025, a diferencia de 2024, se ha producido una reducción notable en el número de fondos registrados, ya que han pasado de 1.492 a 1.472, tras producirse 23 altas y 43 bajas.

32 Estos fondos se repartían en 1.714 compartimentos.

El total de IIC que a finales de año se habían acogido a los artículos 8 y 9 del Reglamento europeo sobre divulgación³³ era de 405³⁴ (51 más que en 2023), lo que refleja un crecimiento ligeramente inferior al de años precedentes. De ellas, la gran mayoría — en concreto 384 (376 fondos de inversión, 4 SICAV y 4 fondos de inversión libre)—, se habían acogido al artículo 8, mientras que 21 (18 fondos de inversión y 3 fondos de inversión libre) lo habían hecho al artículo 9. Las cuentas de partícipes de estas instituciones se situaron en 7,7 millones y su patrimonio superó los 125.000 millones de euros, lo que representa un 35 % de la inversión total en IIC. En el primer trimestre de este año apenas se han producido cambios, ya que el número total de IIC acogidas a los artículos 8 y 9 ha pasado de 405 a 406.

Patrimonio y partícipes de las IIC sostenibles

GRÁFICO 14



Fuente: CNMV.

En línea con el avance patrimonial, el número de cuentas de partícipes del sector experimentó un aumento notable, con 551.000 cuentas más que a finales de 2023, hasta cerrar el año con un total de 16,6 millones (5,4 millones de inversores³⁵). Esta subida fue especialmente elevada en la segunda mitad del año, en la que el número de partícipes creció en más de 415.000. En los fondos de renta fija se produjo el mayor avance, con 515.000 partícipes más, seguidos por los fondos de renta variable internacional, cuyo aumento fue de 143.000. Con estos movimientos, los

33 Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros (en adelante Reglamento SFDR, por sus siglas en inglés). Los artículos mencionados señalan los requisitos en materia de información precontractual que deben satisfacer los productos financieros que promuevan características medioambientales o sociales (artículo 8) y los productos financieros que tengan como objeto inversiones sostenibles (artículo 9).

34 Esta cifra se corresponde con el número de compartimentos que remitieron estados reservados (no incluye, por tanto, los que pudieran estar en proceso de disolución o liquidación). Estos compartimentos pertenecían a un total de 391 vehículos.

35 Hay que tener en cuenta que un mismo partícipe se computa tantas veces como contratos mantenga en diferentes fondos, por lo que el aumento registrado se podría explicar, en algunas ocasiones, por la diversificación de un mismo inversor en un mayor número de fondos. El número de inversores (suma del número de partícipes que hay en cada sociedad gestora) era de 5,4 millones, por lo que el número total de inversores sería algo menor si se descontaran aquellos que son clientes de más de una sociedad gestora.

fondos de renta fija concentraban a diciembre de 2024 casi el 40 % del total de cuentas de partícipes. Entre enero y febrero de este año ha seguido creciendo el número de cuentas de partícipes a un ritmo incluso mayor que el de 2024, ya que el aumento en tan solo 2 meses ha sido de más de 366.000, casi 233.000 únicamente en la vocación de renta fija.

Principales magnitudes de los fondos de inversión*

CUADRO 9

Número	2022	2023	2024	2024			
				I	II	III	IV
Total fondos de inversión	1.684	1.715	1.714	1.717	1.723	1.711	1.714
Rta. fija ¹	293	321	352	332	340	345	352
Rta. fija mixta ²	171	167	165	166	166	165	165
Rta. vble. mixta ³	206	197	190	190	192	192	190
Rta. vble. euro ⁴	86	82	75	80	77	75	75
Rta. vble. internacional ⁵	339	346	357	349	352	354	357
Gar. rta. fija	49	58	58	57	56	57	58
Gar. rta. vble. ⁶	102	98	74	90	89	78	74
Fondos globales	291	291	294	295	294	295	294
De gestión pasiva ⁷	93	107	106	110	110	105	106
Retorno absoluto	54	48	43	48	47	45	43
Patrimonio (millones de euros)							
Total fondos de inversión	311.466,4	353.259,8	405.931,1	370.890,1	379.750,4	393.828,5	405.931,1
Rta. fija ¹	98.561,1	131.868,4	172.404,7	143.943,9	152.676,0	162.475,2	172.404,7
Rta. fija mixta ²	37.846,0	34.252,8	38.078,5	33.114,7	34.468,2	36.321,9	38.078,5
Rta. vble. mixta ³	24.247,9	23.914,2	23.566,2	22.695,0	22.700,6	23.246,9	23.566,2
Rta. vble. euro ⁴	7.226,3	6.704,0	6.111,0	6.731,7	6.450,6	6.465,4	6.111,0
Rta. vble. internacional ⁵	45.588,9	51.099,7	60.219,9	54.972,7	56.941,9	58.055,1	60.219,9
Gar. rta. fija	5.454,9	7.564,6	6.380,7	7.120,7	6.689,8	6.482,4	6.380,7
Gar. rta. vble. ⁶	6.306,7	5.602,1	3.674,1	5.122,7	4.837,9	4.546,5	3.674,1
Fondos globales	63.717,0	59.479,4	61.047,7	62.019,9	60.727,8	61.310,2	61.047,7
De gestión pasiva ⁷	15.935,0	26.518,6	27.474,3	28.863,3	27.830,9	28.210,8	27.474,3
Retorno absoluto	6.582,5	6.255,9	6.973,9	6.305,6	6.426,6	6.714,0	6.973,9
Partícipes							
Total fondos de inversión	16.119.440	16.020.641	16.571.850	16.109.375	16.156.490	16.333.581	16.571.850
Rta. fija ¹	5.539.272	5.833.434	6.348.681	6.022.372	6.134.804	6.197.897	6.348.681
Rta. fija mixta ²	1.216.179	1.048.597	1.061.288	1.002.792	1.010.621	1.035.669	1.061.288
Rta. vble. mixta ³	696.718	634.547	579.490	591.380	582.917	577.939	579.490
Rta. vble. euro ⁴	836.711	706.942	691.994	698.000	700.948	697.963	691.994
Rta. vble. internacional ⁵	4.156.864	4.082.653	4.225.554	4.058.244	4.050.359	4.168.649	4.225.554
Gar. rta. fija	141.717	178.170	156.582	172.700	165.862	159.694	156.582
Gar. rta. vble. ⁶	209.188	180.665	119.237	161.442	154.724	147.139	119.237
Fondos globales	2.067.594	2.002.961	1.972.624	2.007.552	1.977.336	1.962.832	1.972.624

Número	2022	2023	2024	2024			
				I	II	III	IV
De gestión pasiva ⁷	596.475	720.965	782.384	772.557	756.994	764.001	782.384
Retorno absoluto	658.722	631.707	634.016	622.336	621.925	621.798	634.016
Rentabilidad⁸ (%)							
Total fondos inversión	6,31	-8,95	7,55	2,60	1,28	-0,26	3,77
Rta. fija ¹	-0,31	-5,38	4,16	0,99	0,15	0,47	2,50
Rta. fija mixta ²	2,49	-8,83	5,75	1,56	0,51	-0,24	3,85
Rta. vble. mixta ³	7,18	-11,37	8,51	2,96	1,66	-1,04	4,76
Rta. vble. euro ⁴	16,72	-8,39	18,57	9,22	3,44	-1,72	6,79
Rta. vble. internacional ⁵	21,14	-13,14	16,56	6,55	4,14	-1,10	6,21
Gar. rta. fija	-1,29	-8,43	3,02	0,85	-0,24	0,45	1,94
Gar. rta. vble. ⁶	0,06	-5,44	4,03	1,58	0,09	0,14	2,18
Fondos globales	7,90	-10,53	7,05	1,97	1,31	-0,77	4,43
De gestión pasiva ⁷	9,82	-9,31	8,98	3,90	1,76	0,00	3,07
Retorno absoluto	3,02	-4,95	4,77	1,24	0,51	0,12	2,83

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

- 1 Incluye: Fondos del mercado monetario (FMM) a corto plazo de valor liquidativo constante de deuda pública, FMM a corto plazo de valor liquidativo de baja volatilidad, FMM a corto plazo de valor liquidativo variable, FMM estándar de valor liquidativo variable, renta fija euro y renta fija euro corto plazo.
- 2 Incluye: Renta fija mixta euro y renta fija mixta internacional.
- 3 Incluye: Renta variable mixta euro y renta variable mixta internacional.
- 4 Incluye: Renta variable euro.
- 5 Incluye: Renta variable internacional.
- 6 Incluye: GRV y garantía parcial.
- 7 Incluye: IIC de gestión pasiva, IIC que replican un índice e IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.
- 8 Rentabilidad anual para 2020, 2021 y 2022. Rentabilidad trimestral no anualizada para los datos trimestrales.

Las condiciones de liquidez de la cartera de inversiones de los FI continuaron siendo satisfactorias en 2024, con un aumento a lo largo del año de los activos considerados de mayor liquidez, ya que la ratio de activos líquidos de alta calidad (HQLA³⁶) pasó del 55 % al 61 %. Así, esta ratio³⁷ se situó en el 53,4 % para los

36 High quality liquid assets.

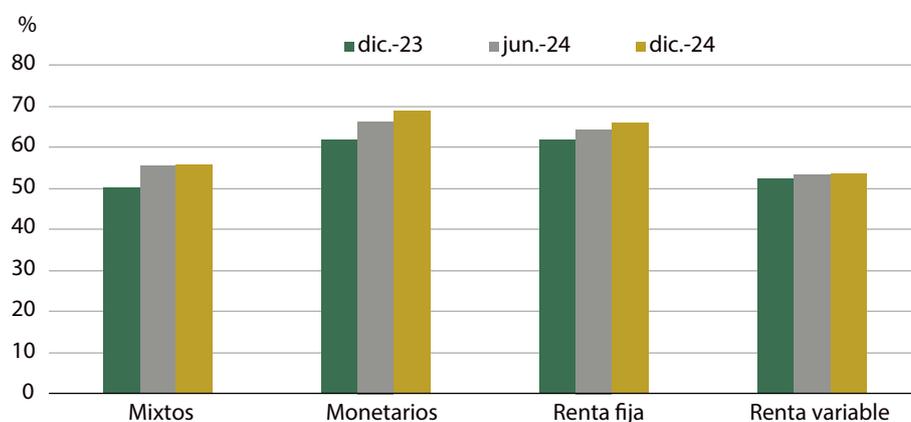
37 Esta ratio tiene en cuenta, a la hora de determinar los activos líquidos de la cartera, tanto el tipo de activo como sus calificaciones crediticias. Así, se consideran activos líquidos de alta calidad (*high quality liquid assets*, HQLA), el efectivo y los depósitos en su totalidad, el 50 % del valor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

fondos de renta variable³⁸, en el 55,19 % para los mixtos³⁹, en el 65,8 % para los de renta fija⁴⁰ y en el 68,8 % en el caso de los fondos monetarios (véase gráfico 15). A pesar de que se produjo durante el año una recomposición, en términos generales, de la cartera de renta fija en favor de la deuda privada y en detrimento de la pública⁴¹, la mejora de las calificaciones crediticias en ambos casos, pero sobre todo en la deuda pública, provocó el mencionado incremento de la ratio.

Un análisis individualizado revela que la mayor parte de los fondos de inversión tenía un nivel de activos líquidos que superaba el 40 %, y tan solo un 4,1 % del total (9,6 % en 2023), en términos patrimoniales, tenía una ratio inferior a este umbral. En los fondos mixtos se encuentra la mayor proporción de fondos con una ratio HQLA más baja: un 7,1 % de los fondos (en términos patrimoniales) tenía una proporción de activos líquidos inferior al 40 %, aunque tan solo un 2,0 % mostraba una proporción inferior al 20 %.

HQLA de las distintas tipologías de fondos de inversión

GRÁFICO 15



Fuente: CNMV.

El análisis detallado de la cartera de los activos de renta fija de los fondos de inversión⁴² revela que la calidad crediticia es elevada y la duración⁴³ moderada, con una mejora, además, de ambas cifras respecto a 2023. Así, la calificación crediticia del 92,3 % del valor de la cartera de renta fija era BBB o superior (*investment grade*) a finales de 2024, 6 décimas más que 1 año antes, oscilando entre el 90,2 % de los fondos mixtos y el 99,0 % de los fondos monetarios. Dentro de los activos *investment grade*, un 22,1 % se correspondía con calificaciones AA o AAA, las más altas de todas, frente al 19,1 % del año anterior (véase el panel izquierdo del gráfico

38 Incluye: fondos de renta variable euro e internacional.

39 Incluye: fondos de retorno absoluto, de gestión pasiva, globales, renta fija mixta, renta variable mixta y garantizados de renta variable.

40 Incluye: fondos de renta fija y garantizados de renta fija.

41 En general, la deuda pública tiene una ponderación superior a la privada en el cálculo del HQLA.

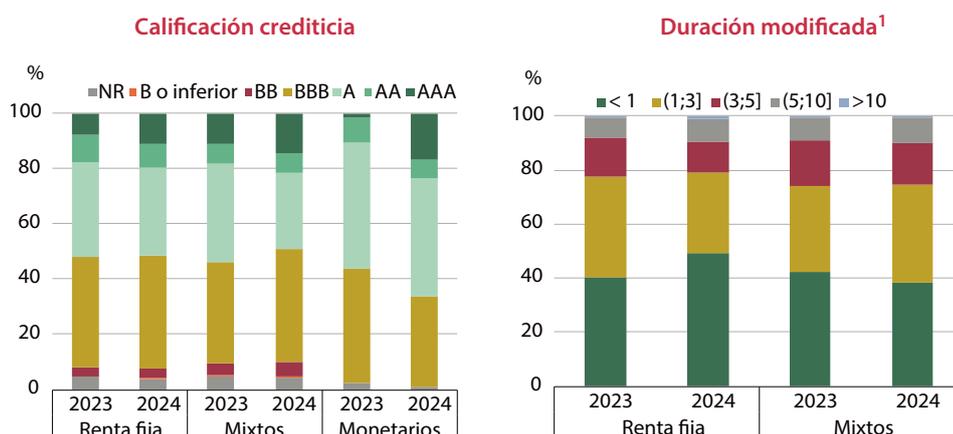
42 Se excluye del análisis la cartera de renta fija de los fondos de renta variable, ya que dicha cartera supone menos del 2 % en su cartera de inversiones.

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

16). Por otra parte, la duración modificada para el conjunto de fondos de inversión al cierre del año era de 1,8, ligeramente por debajo de la de 2023 (1,9), y que había experimentado un descenso muy significativo los 2 años anteriores como consecuencia del aumento generalizado de los tipos de interés⁴⁴. Como se puede observar en el panel derecho del gráfico 16, en el caso de los fondos mixtos y de renta fija, alrededor del 75 % de ellos (en términos patrimoniales) tenía una duración modificada inferior a los 3 años.

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

GRÁFICO 16



Fuente: CNMV.

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

Sociedades de inversión de capital variable (SICAV)

En 2024 el sector de las SICAV mostró una clara estabilización, después de 2 años en los que, tras el cambio legislativo de 2021⁴⁵, se habían dado de baja el 80 % de los vehículos, cuyo patrimonio conjunto superaba los 13.000 millones de euros, algo menos del 50 % del total del patrimonio de estas instituciones al cierre de 2021. Así, al terminar el año había un total de 429 SICAV, 21 menos que a finales de 2023. A pesar de este ligero descenso, el patrimonio se incrementó un 10,6 %, hasta 15.830 millones de euros, mientras que el número de accionistas se redujo un 5,4 %, hasta un total de 94.256. Con estos movimientos, el patrimonio medio por SICAV se situó en 36,9 millones de euros, 5 millones más que en 2023.

En los tres primeros meses de este año el número de SICAV registradas se redujo ligeramente. Concretamente, se produjeron 8 bajas, por lo que a finales de febrero había un total de 421 vehículos de esta tipología. A pesar de este descenso, el patrimonio de las SICAV aumentó un 1,2 % hasta finales de febrero.

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

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

IIC de inversión libre

En el sector de la inversión libre⁴⁶ continuó la senda de expansión que se observa desde hace varios años, con un aumento patrimonial del 25,9 % en 2024, hasta alcanzar los 7.322 millones de euros al cierre del ejercicio. Aun así, este segmento continúa teniendo un peso reducido dentro de la inversión colectiva en España, inferior al 2 % del patrimonio total. Dentro del conjunto de estas instituciones, un 88 % del patrimonio correspondía a IIC de inversión libre (86 % un año antes) y el 12 % restante a IIC de IIC de inversión libre. Por su parte, el número total de vehículos registrados en la CNMV aumentó de forma significativa en 2024 y cerró el año con 154, frente a los 131 de finales de 2023 (véase anexo estadístico 3.1 para un mayor detalle). En el primer trimestre de este año se han producido 3 altas y 4 bajas, por lo que a finales de marzo había 153 vehículos registrados en la CNMV.

La rentabilidad de estos vehículos fue positiva en el global del año, aunque, como sucedió en 2023, mucho mayor en el caso de las IIC de inversión libre. Así, mientras que la cartera de inversiones se revalorizó un 9,7 % para estos vehículos, en el caso de las IIC de IIC de inversión libre el rendimiento fue del 3,5 %. Por su parte, el número total de partícipes y accionistas de estas instituciones, como consecuencia del mayor número de vehículos registrados, se incrementó un 13,7 %, hasta alcanzar un total de 17.766.

IIC extranjeras comercializadas en España

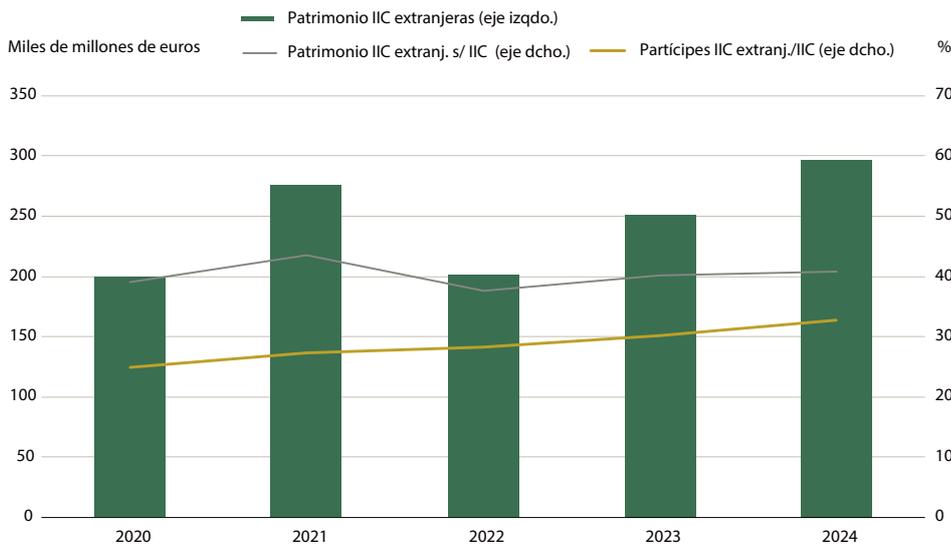
El volumen de las IIC extranjeras comercializadas en España se incrementó un 18,1 % en 2024, lo que motivó que en tan solo 2 años el crecimiento haya sido de casi un 50 %, situándose el patrimonio de estas entidades en 296.807 millones de euros al final del ejercicio. Como se puede observar en el gráfico 17, este aumento, que fue similar al de las IIC nacionales, hizo que el peso de las IIC extranjeras en el total de IIC comercializadas en España se mantuviera ligeramente por encima del 40 %. El número de vehículos extranjeros registrados en la CNMV también se incrementó en 2024, con 24 entidades más, por lo que a finales de año había un total de 1.139 (453 fondos y 686 sociedades). La mayoría de las altas correspondieron a vehículos procedentes de Francia e Irlanda, aunque Luxemburgo continuó siendo, con mucha diferencia, el país que contaba con un mayor número de vehículos registrados (509).

El número de partícipes de estos vehículos también aumentó con fuerza en 2024 hasta situarse sus cuentas por encima de 8,1 millones, un 17,2 % más que a finales del ejercicio anterior. De esta forma, las cuentas de partícipes de las IIC extranjeras comercializadas en España suponían alrededor de un tercio del total, porcentaje que se ha ido incrementando de forma progresiva (véase gráfico 17).

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

Patrimonio y participes de las IIC extranjeras comercializadas en España

GRÁFICO 17



Fuente: CNMV.

Perspectivas

La subida de los tipos de interés y el aumento de la tasa de ahorro de los hogares en España ha favorecido durante los últimos años el atractivo de las IIC, pero esta expansión podría atenuarse por la inestabilidad geopolítica actual, si el aumento de la incertidumbre se traduce en una contención de las decisiones de inversión. Las perspectivas sobre la inversión colectiva son complejas, pues existen factores que pueden actuar en sentidos opuestos: por una parte, la evolución de las rentas y del ahorro de los hogares sigue jugando a favor de esta industria, a pesar de haberse observado una ralentización en el incremento del ahorro a finales del año pasado. El aumento de la incertidumbre podría hacer crecer temporalmente el ahorro —por motivos de precaución—, pero también podría detener o, al menos, modificar las decisiones de inversión de los agentes y llevarlos hacia opciones más conservadoras. Cabe recordar que el inversor medio —que se caracteriza por una elevada aversión al riesgo— acumuló la mayor parte de sus inversiones financieras en medios de pago (efectivo y depósitos a la vista) y solo en los dos últimos años se observó un trasvase desde estos activos hasta diferentes instrumentos financieros ligados a la subida de tipos de interés, como los depósitos a plazo, la deuda pública o los fondos de inversión de renta fija. Las turbulencias en los mercados pueden acentuar estas tendencias a pesar de que los tipos de interés quizá no resulten tan atractivos como en trimestres anteriores.

3.2 Prestación de servicios de inversión

Las entidades de crédito continúan siendo, con mucha diferencia, las principales proveedoras de servicios de inversión en España y concentran la mayor parte de los ingresos por comisiones en los distintos tipos de servicios. Así, en 2024 las entidades de crédito recibieron el 86,9 % de estos ingresos, cifra similar a la de

2023 (véase cuadro 10). Por otra parte, las sociedades y agencias de valores aún conservan un peso relativo de cierta importancia, sobre todo en las actividades de transmisión y ejecución de órdenes, cuya cuota aumentó por segundo año consecutivo (27,8 %), tras aproximadamente 10 años de haber ido perdiendo peso de forma progresiva. Además de estas entidades, prestan servicios de inversión específicos las empresas de asesoramiento financiero (EAF) y las sociedades gestoras de cartera (SGC⁴⁷).

Comisiones percibidas por servicios de inversión. 2024

CUADRO 10

Importes en millones de euros

	Empresas de servicios de inversión ¹	Entidades de crédito ² (EE. CC.)	Total	% EE. CC./total
Total servicios de inversión	807,6	5.369,4	6.177,0	86,9
Colocación y aseguramiento de valores	8,2	435,5	443,7	98,2
Tramitación y ejecución de órdenes	353,5	915,9	1.269,4	72,2
Gestión de carteras	60,9	944,6	1.005,5	93,9
Asesoramiento en materia de inversión	120,5	1.152,3	1.272,7	90,5
Comercialización de IIC	264,5	1.921,2	2.185,7	87,9
Total servicios auxiliares	403,1	1.323,2	1.726,3	76,6
Administración y custodia	33,9	789,3	823,2	95,9
Elaboración informes y análisis financieros	52,7	346,1	398,8	86,8
Otros servicios auxiliares	316,6	187,7	504,4	37,2

Fuente: CNMV y Banco de España.

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

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

Entidades de crédito

A lo largo de 2024 apenas se produjeron movimientos en el registro de entidades de crédito que pueden prestar servicios de inversión. En concreto, al cierre del año había un total de 107 entidades de crédito nacionales (bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito) registradas en la CNMV, tan solo 1 menos que 1 año antes⁴⁸, mientras que el número de entidades de crédito extranjeras se mantuvo en 566. De estas últimas, 514 entidades operaban en régimen de libre prestación de servicios y 52 a través de sucursales, procediendo casi todas ellas de otros Estados miembros de la Unión Europea (560 entidades). Entre enero y marzo de 2025, los cambios en el registro de estas entidades han sido pocos: se ha dado de baja 1 entidad de crédito nacional que puede prestar servicios de inversión, cerrando el trimestre en 106, mientras que las entidades de crédito extranjeras han aumentado en 2, hasta las 568.

47 En el caso de las SGC, en España no existe ninguna dada de alta desde diciembre de 2021.

48 De las 107, se puede considerar que 97 estaban activas en la prestación de servicios de inversión.

Las comisiones percibidas por la prestación de servicios de valores y comercialización de IIC se incrementaron en 2024, lo que dio lugar a un incremento del importe agregado del 11,4 %, hasta situarse en 6.693 millones de euros (véase cuadro 11). La prestación de servicios de inversión no auxiliares supuso para las entidades de crédito unas comisiones de 3.448 millones de euros, tras un aumento del 15,7 % en relación con el año previo, mientras que la prestación de servicios auxiliares ascendió a 1.323 millones, un 6,2 % más que en 2023. Las comisiones por asesoramiento en materia de inversión fueron las que más crecieron dentro de estas partidas y superaron los 1.150 millones a lo largo de 2024. En cuanto a las comisiones por comercialización de IIC, el incremento fue del 8,0 % y se acercaron a los 2.000 millones de euros.

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

CUADRO 11

Importes en millones de euros

	2021	2022	2023	2024	% s/total comisiones EE. CC. ¹
Por servicios de inversión	2.887,9	3.052,0	2.980,6	3.448,2	20,5
Colocación y aseguramiento de valores	531,1	400,6	398,2	435,5	2,6
Tramitación y ejecución de órdenes	785,6	969,3	816,3	915,9	5,5
Gestión discrecional de carteras	725,1	779,8	826,6	944,6	5,6
Asesoramiento en materia de inversión	846,0	902,3	939,4	1.152,3	6,9
Por servicios auxiliares	1.239,7	1.466,6	1.246,4	1.323,2	7,9
Administración y custodia	744,2	747,6	731,6	789,3	4,7
Elaboración de informes y análisis financieros	279,5	534,9	348,6	346,1	2,1
Otros servicios auxiliares	216,0	184,2	166,3	187,7	1,1
Por comercialización de productos financieros no bancarios	4.778,2	4.936,1	4.843,0	4.686,6	27,9
Instituciones de inversión colectiva	2.018,3	1.923,8	1.779,3	1.921,2	11,4
Fondos de pensiones	1.133,7	1.212,7	1.233,0	824,3	4,9
Seguros	1.603,6	1.792,7	1.823,4	1.925,0	11,5
Otros	22,6	6,9	7,3	16,1	0,1
Total	8.905,8	9.454,7	9.070,0	9.458,0	56,3
Pro memoria:					
Por servicios de valores y comercialización de IIC	6.145,9	6.442,4	6.006,3	6.692,5	38,5
Ingresos totales por comisiones	16.927,0	17.535,0	16.751,0	17.387,2	100,0

Fuente: CNMV y Banco de España.

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

Sociedades y agencias de valores

A finales de 2024 había un total de 99 sociedades y agencias de valores registradas en la CNMV, la misma cifra que al cierre de 2023, después de 2 años en los que se había producido un aumento notable. Todas las altas registradas durante el ejercicio fueron de entidades independientes, por lo que se mantiene el cambio que se ha ido produciendo en este sector, que estuvo muchos años dominado por entidades pertenecientes a grupos bancarios. Si bien la mayoría de las entidades que prestaban servicios en la Unión Europea lo hacían bajo la modalidad de libre prestación de servicios (59, la misma cifra que en 2023), el número de entidades que mantenían sucursales creció de forma significativa, ya que pasó de 5 a 8. En el primer trimestre de 2025 no se han producido movimientos en el número de estos vehículos, por lo que a finales de marzo continuaba habiendo 99.

El número de entidades extranjeras que prestan servicios de inversión en España se incrementó en 19 a lo largo de 2024, tras haberse producido 64 nuevas autorizaciones y 45 comunicaciones de baja. Con estas cifras, a finales de diciembre había un total de 883 entidades de este tipo, la mayoría de las cuales procedían de Chipre y Alemania. De todas las entidades extranjeras, 831 estaban acogidas al régimen de libre prestación de servicios, mientras que el resto operaban mediante sucursal.

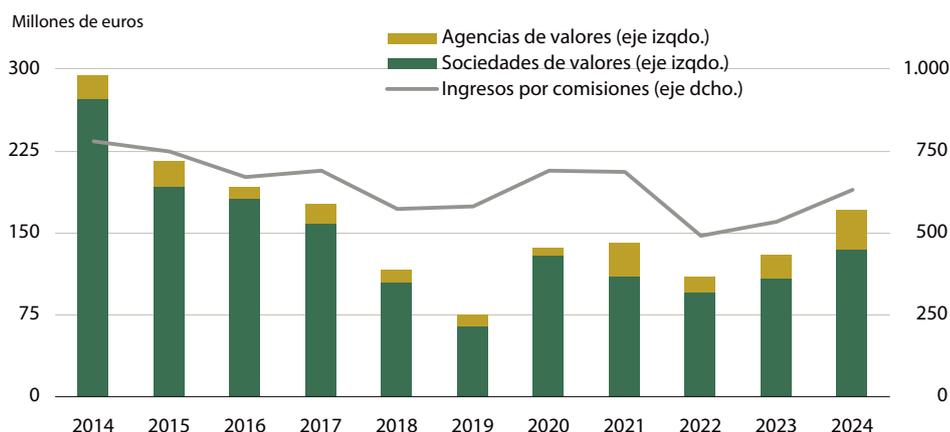
En 2024, por segundo año consecutivo, la actividad de prestación de servicios de inversión de las sociedades y agencias de valores experimentó un avance notable. Así, se produjo un aumento de los ingresos en casi todas las actividades que realizan estas entidades, que fue especialmente elevado (en términos relativos) en los relacionados con la gestión de carteras (+26,6 %, hasta superar los 56 millones de euros). Los ingresos por tramitación y ejecución de órdenes, que siguieron siendo los más importantes para estas entidades, se mantuvieron estables en 2024 (134,5 millones de euros) y continuó la pérdida de relevancia de la intermediación en los mercados nacionales de renta variable en los últimos años, hasta convertirse en una actividad marginal, en favor de otros mercados como los internacionales de renta variable o los de derivados⁴⁹.

Las sociedades y agencias de valores obtuvieron en 2024 un beneficio conjunto antes de impuestos de 180 millones de euros, un 33,1 % más que en 2023. Este aumento fue consecuencia del buen comportamiento de los beneficios tanto de las sociedades de valores (SV), con un aumento del 24,2 %, como de las agencias de valores, en las que el crecimiento fue en términos relativos mucho mayor, concretamente del 81,5 % (véase gráfico 18).

49 Las comisiones por la intermediación en los mercados nacionales de renta variable pasaron de suponer el 47,5 % de las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes de las sociedades de valores en 2018 al 4,9 % en 2024. Parte de este descenso, alrededor del 50 %, se explica por el cese de actividad de Credit Suisse, S.V., una sociedad de valores de capital extranjero muy activa en este servicio. Esta entidad se dio de baja en agosto de 2021 para transformarse en entidad de crédito.

Resultados agregados antes de impuestos e ingresos por comisiones de las sociedades y agencias de valores

GRÁFICO 18



Fuente: CNMV.

Los ingresos de las sociedades de valores se incrementaron en 2024 con respecto al ejercicio anterior, debido al aumento de las comisiones percibidas y del margen de intereses. Entre los ingresos por prestación de servicios a terceros destaca, en términos absolutos, el avance de las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes (+6,4 %, hasta 125,3 millones de euros), las más importantes para las SV, y de las procedentes de la comercialización de IIC (+7,1 %, hasta 67,9 millones). Es importante mencionar, además, el crecimiento que han experimentado las comisiones procedentes de la gestión de carteras y del asesoramiento en materia de inversión en los últimos años, que han pasado de suponer menos del 5 % del total en 2021 al 10,5 % en 2024 (véase cuadro 12).

Por el contrario, los ingresos percibidos por resultados de inversiones financieras se contrajeron un 16,4 %, hasta 34,3 millones de euros, poniendo de manifiesto la pérdida de importancia de la actividad por cuenta propia, que ya era muy reducida en comparación con las empresas de servicios de inversión (ESI) de otros países. A pesar de ello, y gracias al aumento de las comisiones netas (+15,8 %) y del margen de intereses (+21,2 %), el resultado antes de impuestos acabó creciendo un 24,2 %, hasta un importe de 134,7 millones de euros.

Importes en miles de euros

	Sociedades de valores			Agencias de valores		
	dic.-23	dic.-24	% var.	dic.-23	dic.-24	% var.
1. Margen de intereses	80.476	97.571	21,2	2.086	3.963	90,0
2. Comisiones netas	213.216	246.898	15,8	176.882	211.699	19,7
2.1. Comisiones percibidas	315.902	363.650	15,1	216.159	268.393	24,2
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	117.833	125.319	6,4	16.754	9.185	-45,2
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	7.047	7.594	7,8	829	360	-56,6
2.1.3. Depósito y anotación de valores	32.507	33.125	1,9	281	258	-8,2
2.1.4. Gestión de carteras	17.588	21.645	23,1	26.700	34.444	29,0
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	11.624	16.508	42,0	37.940	33.314	-12,2
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	921	2.703	193,5	0	0	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	0	0	-	0	0	-
2.1.8. Comercialización de IIC	67.896	75.976	11,9	101.698	131.507	29,3
2.1.9. Otras	60.485	80.781	33,6	31.957	59.326	85,6
2.2. Comisiones satisfechas	102.686	116.752	13,7	39.277	56.694	44,3
3. Resultado de inversiones financieras	41.037	34.321	-16,4	1.771	1.923	8,6
4. Diferencias de cambio netas	-1.006	434	-	-380	225	-
5. Otros productos y cargas de explotación	7.732	6.992	-9,6	-479	1.833	-
MARGEN BRUTO	341.455	386.216	13,1	179.880	219.643	22,1
6. Gastos de explotación	234.099	248.935	6,3	157.978	177.567	12,4
7. Amortizaciones y otras dotaciones	4.474	7.306	63,3	4.824	8.653	79,4
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	596	738	23,8	87	136	56,3
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	102.285	129.237	26,3	16.991	33.287	95,9
9. Otras ganancias y pérdidas	6.136	5.444	-11,3	3.015	3.016	0,0
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	108.421	134.681	24,2	20.006	36.303	81,5
10. Impuesto sobre beneficios	13.368	24.468	83,0	3.633	8.424	131,9
RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	95.053	110.213	15,9	16.373	27.879	70,3
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-	0	0	-
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	95.053	110.213	15,9	16.373	27.879	70,3

Fuente: CNMV.

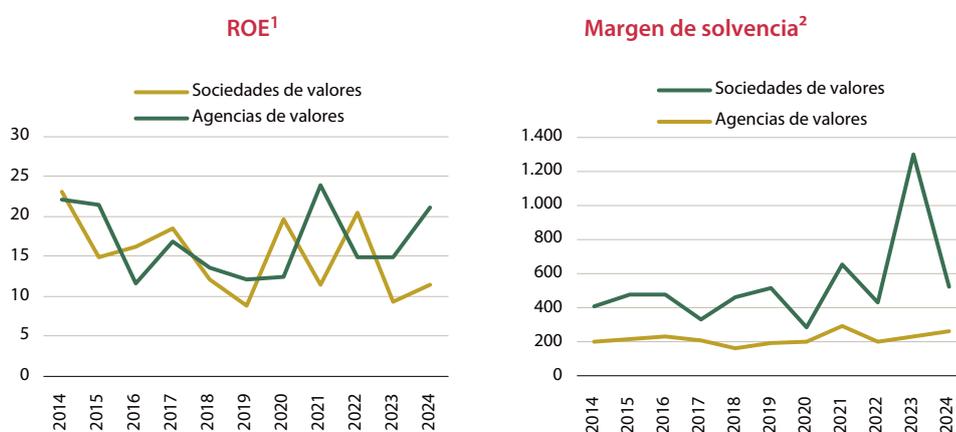
En las agencias de valores el beneficio agregado antes de impuestos experimentó por segundo año consecutivo un importante avance en 2024, con un repunte del 81,5 %, hasta superar los 36 millones de euros. Esta mejora tuvo su origen, especialmente, en el incremento de los ingresos procedentes de las comisiones percibidas, que aumentaron un 24,2 %, situándose en 268,4 millones de euros. Los movimientos producidos dentro de esta partida fueron en la misma dirección que en 2023: crecieron, especialmente, las comisiones derivadas de la comercialización de IIC (+29,3 %, hasta 131,5 millones de euros) y las procedentes de la

gestión de carteras (+29,0 %, hasta 34,4 millones), mientras que se redujeron las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes un 45,2 % y se situaron en 9,2 millones de euros.

En línea con la mejora de los beneficios, la rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios (ROE) del sector se incrementó durante el ejercicio, al pasar del 9,9 % al 12,7 %. Este avance se produjo tanto en el caso de las sociedades de valores como en el de las agencias: en las primeras aumentó del 9,3 % al 11,4 % y en las segundas lo hizo del 14,9 % al 21,2 % (véase panel izquierdo del gráfico 19). Por otra parte, el número de entidades en pérdidas fue muy inferior al del año anterior, ya que pasó de 37 a 26⁵⁰, 10 de las cuales eran sociedades de valores y 16 eran agencias, con un importe total de 18,2 millones de euros (20,4 en 2023).

ROE antes de impuestos y margen de solvencia de las ESI

GRÁFICO 19



Fuente: CNMV.

1 ROE calculado con resultados antes de impuestos.

2 Exceso de recursos propios computables sobre los recursos propios exigibles.

En 2024 el sector continuó mostrando niveles de solvencia elevados en su conjunto: a finales de año el margen de recursos propios era 4,4 veces superior al volumen de recursos exigibles. Cabe mencionar que esta cifra, aunque fue muy inferior a la observada un año antes (9,5 veces), está en línea con la de ejercicios anteriores⁵¹. Como suele ser habitual, este margen de recursos propios fue, en general, mayor en las sociedades de valores que en las agencias: mientras que para las primeras el margen de cobertura agregado se situó en 5,2, para las segundas fue de 2,6 (véase panel derecho del gráfico 19). Por otra parte, tan solo una sociedad de valores cerró el ejercicio con déficit de recursos propios. Cabe mencionar que, si bien los márgenes de solvencia son muy elevados en términos relativos, en términos absolutos se trata en general de importes no demasiado cuantiosos.

50 Incluye los resultados de las entidades dadas de alta en los registros de la CNMV al finalizar el ejercicio.

51 En 2023, el margen de solvencia fue muy amplio como consecuencia de una entidad cuyos fondos propios eran muy elevados (1.000 veces el mínimo exigido por la regulación).

Empresas de asesoramiento financiero

En 2024 se redujo de forma drástica el número de empresas de asesoramiento financiero (EAF) registradas en la CNMV, como consecuencia del inicio del funcionamiento de las empresas de asesoramiento financiero nacionales (EAFN). Así, de las 143 EAF que había a finales de 2023, 49 se transformaron en EAFN, lo que junto con las 7 bajas y 1 alta hizo que al cierre del año quedara un total de 88 entidades de este tipo. Por su parte, en diciembre de 2024 había un total de 52 EAFN (las 49 transformaciones mencionadas, 6 altas y 3 bajas). En ambas tipologías, durante el primer trimestre de 2025 se ha incrementado el número de entidades en 2, por lo que al cierre de este había 90 EAF y 54 EAFN.

El patrimonio total asesorado por parte de las dos tipologías de entidades se situó en 17.150 millones de euros, lo que supone un aumento del 8,8 % en 1 año. Este avance se produjo tanto en el segmento de los clientes profesionales, que creció un 7,4 %, hasta 7.891 millones de euros, como en el de los clientes minoristas, cuyo incremento fue del 10,0 %, hasta 9.259 millones. Con estos resultados, continuó el protagonismo del segmento minorista, con un porcentaje ligeramente superior al de 2023 (54,0 % frente al 53,4 % del ejercicio anterior).

El beneficio conjunto de este tipo de entidades se incrementó de forma notable, al pasar de 4,5 millones de euros en 2023 a 8,0 millones en 2024. Este avance tuvo su origen en el aumento de los ingresos por comisiones, que, en línea con el comportamiento del patrimonio asesorado, crecieron un 19,7 %, situándose en 52,6 millones de euros.

Principales magnitudes de las empresas de asesoramiento financiero CUADRO 13

Miles de euros

	2022	2023	2024	% var. 24/23
NÚMERO DE ENTIDADES	143	143	140	-2,1
PATRIMONIO ASESORADO¹	18.682.820	15.759.839	17.149.868	8,8
Clientes minoristas	10.136.837	8.415.076	9.259.252	10,0
Clientes profesionales y otros	8.545.983	7.344.763	7.890.616	7,4
NÚMERO DE CLIENTES¹	10.737	11.064	11.877	7,3
Clientes minoristas	10.295	10.610	11.446	7,9
Clientes profesionales	442	454	431	-5,1
INGRESOS POR COMISIONES	57.090	53.110	63.658	19,9
Comisiones percibidas	56.446	52.704	63.101	19,7
De clientes	43.466	44.225	52.608	19,0
De otras entidades	12.980	8.479	10.493	23,8
Otros ingresos	644	406	557	37,2
PATRIMONIO NETO	34.378	34.038	40.999	20,5
Capital social	6.971	7.593	7.596	0,0
Reservas y remanentes	23.778	20.795	22.118	6,4
Resultado del ejercicio	2.561	4.510	8.035	78,2
Resto de fondos propios	1.068	1.140	3.250	185,1

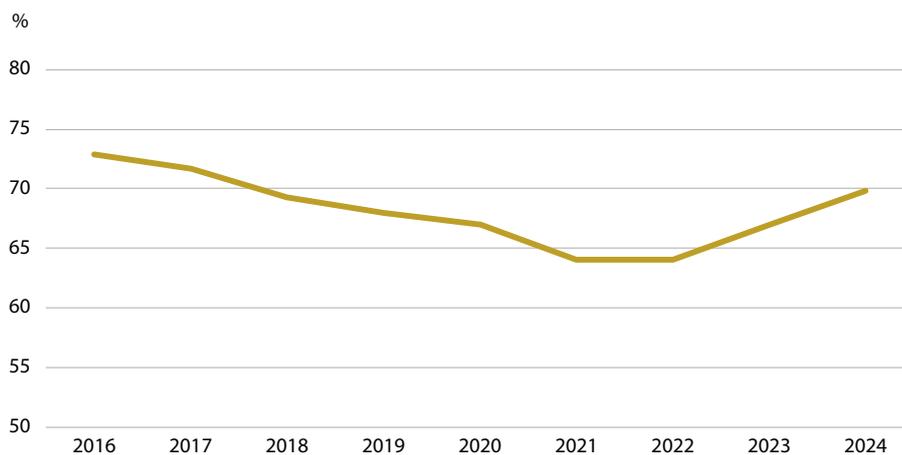
1 Datos al final del periodo a valor de mercado.

Una visión complementaria de las entidades que prestan servicios de inversión

En esta sección se analiza el negocio de la prestación de servicios de inversión en función del modelo de negocio principal de las entidades, en lugar de hacerlo con base en el tipo de entidad. Normalmente, la información sobre la actividad de prestación de servicios de inversión⁵² se presenta en función del tipo de entidad que realiza dicha actividad (entidad de crédito, ESI o SGIIC), pero puede resultar más útil mostrarla poniendo el foco en el modelo de negocio de estas entidades y reflejar de una forma más fidedigna la realidad de esta industria. Así, en este epígrafe se diferencia entre la prestación de servicios de inversión realizada por parte de bancos que se podrían denominar comerciales, cuyos ingresos provienen mayoritariamente de la prestación de servicios bancarios típicos (depósitos, préstamos...) y la que realizan entidades que se pueden considerar especializadas en la prestación de servicios de inversión. Este último grupo estaría formado por ESI y SGIIC independientes (no filiales de grupos bancarios comerciales) y por bancos especializados en la provisión de servicios de inversión.

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

GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

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

Los cálculos realizados muestran que en 2024 casi el 70 % del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión en España⁵³ correspondió a bancos comerciales tradicionales o entidades que pertenecen a sus grupos. El restante 30 % fue desarrollado por entidades financieras especializadas en la

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

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

prestación de servicios de inversión y sin vinculación con la banca comercial. Estas cifras muestran un aumento del peso de la banca comercial por segundo año consecutivo, después de la tendencia descendente observada entre 2017 y 2022 (véase gráfico 20).

Perspectivas

El negocio de la prestación de servicios de inversión en España presenta pocos cambios en relación con los patrones que vienen observándose desde hace algunos años, con un predominio de las entidades de crédito en este sector y una diversificación del negocio por parte de las ESI. Las entidades de crédito han consolidado su relevancia en el ámbito de la prestación de servicios de inversión, con una participación en las comisiones percibidas por estos servicios que ronda el 85-90 % desde hace alrededor de 10 años. No obstante, en los 2 últimos ejercicios ha descendido de forma ligera (2,5 p.p.), por lo que habrá que ver si esto forma parte de un cambio de tendencia o es simplemente una cuestión coyuntural. En paralelo, los ingresos percibidos por esta actividad mostraron una relevancia creciente en el total de las comisiones de los bancos hasta 2021 (entre 2010 y 2021 pasaron del 18 % al 36 %), manteniéndose más o menos constante desde entonces.

Por su parte, el conjunto de sociedades y agencias de valores se caracterizan, en términos generales, por ser entidades cada vez más independientes (de los bancos comerciales tradicionales) y ofrecer un negocio más diversificado entre los diferentes servicios de inversión que pueden prestar. Dentro de ellos, el asesoramiento en materia de inversión o la gestión de carteras están adquiriendo una relevancia mayor y parecen ser servicios cada vez más demandados por parte de los inversores⁵⁴. A su vez, la creciente demanda de operaciones con criptoactivos podría abrir una vía para aumentar los ingresos de estas entidades, ya que, según el Reglamento MiCA⁵⁵, la provisión de servicios de criptoactivos es una actividad que pueden llevar a cabo las ESI, entre otras. Por el momento, no hay ninguna ESI nacional que esté dada de alta en la CNMV o en el Banco de España que ofrecer este servicio⁵⁶.

54 Tan solo en 2024, la totalidad de comisiones por gestión discrecional de carteras y asesoramiento en materia de inversión (incluyendo EAF, SAV y EE. CC.) crecieron un 18,4 %, hasta los 2.255 millones de euros.

55 Reglamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 31 de mayo de 2023, relativo a los mercados de criptoactivos.

56 El Reglamento MiCA, que entró en vigor en su totalidad el 30 de diciembre de 2024, establece que las entidades que provean servicios de criptoactivos deben estar registradas en la CNMV. No obstante, en el periodo de transición establecido de 12 meses (hasta el 31 de diciembre de 2025), aquellas entidades que estuvieran inscritas en el registro de proveedores de servicios de cambio de moneda virtual por fiduciaria y de custodia de monederos electrónicos del Banco de España pueden llevar a cabo esta actividad.

3.3 Sociedades gestoras de IIC

En 2024 el patrimonio gestionado por las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) se incrementó un 14,8 %, hasta superar los 429.000 millones de euros⁵⁷, mientras que el número de entidades pasó de 117 a 119. Esta última cifra se mantuvo sin movimientos entre enero y marzo de este año. El aumento del patrimonio, como se ha mencionado en epígrafes anteriores, se debió tanto a la revalorización de la cartera de las instituciones gestionadas como a las nuevas entradas de recursos. Al igual que en años previos, la mayor parte del patrimonio correspondía a fondos de inversión mobiliarios nacionales, con un 94,2 % del total, seguidos por las SICAV, con un 4,0 %. Independientemente de estas cifras, la gestión de IIC extranjeras por parte de las sociedades gestoras nacionales se incrementó un 21,4 % en 2024 y alcanzó 30,8 millones de euros. Por su parte, los ingresos por comisiones de gestión de IIC aumentaron, en línea con el crecimiento del patrimonio gestionado (+14,2 %, hasta casi 3.400 millones de euros), por lo que la comisión media de gestión se mantuvo constante en el 0,79 %.

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

CUADRO 14

Importes en millones de euros

	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones ¹ (%)
2016	272.906	2.347	0,86	61,67
2017	299.974	2.647	0,88	58,68
2018	290.364	2.649	0,91	51,24
2019	312.235	2.638	0,84	49,75
2020	311.043	2.551	0,82	49,72
2021	358.349	3.026	0,84	47,74
2022	332.387	2.832	0,85	50,49
2023	374.065	2.972	0,79	50,50
2024	429.333	3.393	0,79	50,37

Fuente: CNMV.

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

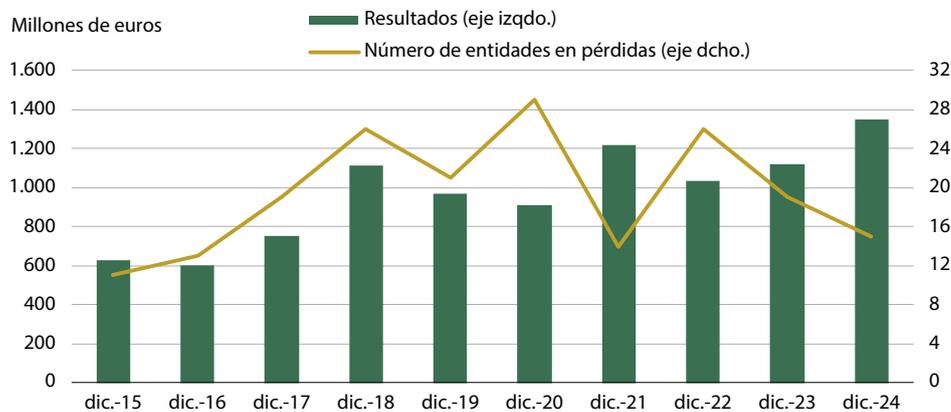
Los beneficios agregados antes de impuestos de las SGIIC experimentaron un avance del 20,4 % en 2024, hasta 1.348 millones de euros, fruto del incremento del patrimonio gestionado. Este hecho dio lugar a un aumento de las comisiones percibidas del 14,6 %, dentro de las cuales las comisiones por gestión de IIC —que son, con diferencia, las más relevantes, con alrededor del 85 % del total de las comisiones percibidas por las gestoras— lo hicieron el mencionado 14,2 %, hasta casi 4.000 millones de euros. En cuanto a la ROE, esta pasó del 90,5 % a finales de 2023 hasta el 105,9 %

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

en 2024, gracias al buen comportamiento de los beneficios de estas entidades. El número de sociedades en pérdidas, por su parte, disminuyó de forma notable, hasta situarse en 15 (19 en el ejercicio anterior), aunque con un volumen total de estas ligeramente superior al de 2023 (20,9 millones de euros frente a 20,2 millones).

Sociedades gestoras de IIC: resultados antes de impuestos y entidades en pérdidas

GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

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

Capital riesgo

El sector del capital privado y el capital riesgo continuó creciendo en 2024, aunque no con el dinamismo observado en ejercicios anteriores. De esta forma, el número de vehículos de inversión registrados en la CNMV se incrementó en 89, hasta alcanzar los 1.258, mientras que el número de gestoras lo hizo en 8 y cerró diciembre en 158. Las entidades que experimentaron un mayor crecimiento fueron los vehículos de capital riesgo tradicionales⁵⁸, especialmente las sociedades de capital riesgo (SCR), cuyo número pasó de 423 a 521 a lo largo de 2024. También merece especial atención el aumento en el número de fondos de capital riesgo europeos (FCRE), con 34 más, que cerraron el año en 169⁵⁹. Asimismo se incrementó el número de entidades de inversión colectiva cerradas, aunque desde 2023 este crecimiento es mucho más moderado (en 2024 se produjeron 20 altas y 5 bajas y se situaron en 120 a finales de diciembre⁶⁰).

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

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

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

	Situación dic.-2023	Altas	Bajas	Situación dic.-2024	Altas	Bajas	Situación mar.-2025
Entidades							
Fondos de capital riesgo	351	48	12	387	8	1	394
Fondos de capital riesgo pyme	16	2	1	17	1	0	18
Sociedades de capital riesgo	423	107	9	521	27	3	545
Sociedades de capital riesgo pyme	25	5	3	27	0	0	27
Total entidades de capital riesgo	815	162	25	952	36	4	984
Fondos de inversión a largo plazo europeos	3	2	0	5	1	1	5
Fondos de capital riesgo europeos	135	39	5	169	19	2	186
Fondos de emprendimiento social europeos	11	1	0	12	0	0	12
Fondos de inversión colectiva de tipo cerrado	63	9	0	72	4	2	74
Sociedades de inversión colectiva de tipo cerrado	42	11	5	48	2	2	48
Total otras entidades de inversión colectiva cerradas	254	62	10	306	26	7	325
Sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado (SGEIC)	150	14	6	158	4	0	162

Fuente: CNMV.

El patrimonio conjunto de las entidades de inversión colectiva cerradas registradas en la CNMV aumentó de forma significativa durante 2024, en concreto un 20,8 %, y superó los 46.000⁶¹ millones de euros. De este importe, casi el 85 % se correspondía con fondos y sociedades de capital riesgo tradicionales (57,5 % de los fondos y 26,9 % de las sociedades), proporciones similares a las de 2023. Por el contrario, los fondos y sociedades de tipo cerrado representaban tan solo el 7,9 % del total, casi 1 p.p. menos que 1 año antes.

En el primer trimestre de este año el registro de nuevos vehículos ha continuado activo y se ha producido un número significativo de altas. Así, se han dado de alta 62 vehículos, lo que, junto con las 11 bajas producidas, hizo que el número de estas entidades se situara en 1.309 a finales de marzo. La mayor parte de las altas, al igual que en 2024, tuvieron lugar en el ámbito de las SCR y de los FCRE, con 24 y 17 vehículos más, respectivamente (véase cuadro 15). El número de gestoras, por su parte, aumentó en 4 entre enero y marzo de 2025 y se situó al cierre del primer trimestre en 162.

Plataformas de financiación participativa (PFP)

Durante 2024, con el plazo de adaptación a la nueva normativa europea⁶² ya finalizado, se incorporaron al registro de proveedores de servicios de financiación participativa (PSFP) las cuatro últimas plataformas de financiación participativa

61 Datos provisionales de diciembre de 2024, excepto para los fondos y sociedades de inversión colectiva de tipo cerrado, cuyos datos son de septiembre de 2024.

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

(PFP) que todavía no lo habían hecho. En consecuencia, al cierre del ejercicio figuraban inscritas 25 entidades en el registro de PSFP, 24 de ellas provenientes de la conversión de PFP en PSFP y otra de nueva creación. De ellas, 5 eran plataformas de valores, otras 5 de préstamos y las 15 restantes eran mixtas. En los primeros 3 meses de 2025 no se ha producido ningún movimiento en el registro de estas entidades.

A pesar de que la financiación participativa, o *crowdfunding*, es una actividad con un tamaño —en términos de inversión— todavía reducido en España, ha crecido de forma notable en los últimos años. Así, la financiación captada a través de los PSFP registradas en la CNMV ascendió a 451,8 millones de euros en 2024, un 61,4 % más que en 2023. De esta cifra, alrededor del 60 % se captó a través de instrumentos de deuda y el 40 % restante mediante instrumentos de capital. En cuanto a la tipología de los inversores, tan solo un 2,1 % se consideraban profesionales, mientras que un 43,4 % eran inversores sofisticados y el 54,4 % restante, minoristas⁶³.

Cabe mencionar que, además de los PSFP nacionales, también pueden operar en España otras plataformas de la Unión Europea (PSFPUE) si así lo solicitan. A finales de 2024 había 38 PSFPUE dadas de alta, 19 más que al cierre del ejercicio anterior. En los 3 primeros meses de 2025, 1 de ellas se dio de baja, por lo que a finales de marzo había un total de 37.

63 Los inversores profesionales serían aquellas entidades autorizadas o grandes empresas que operan en los mercados financieros. Por otro lado, los inversores experimentados se definen como aquellos que son conscientes de los riesgos asociados a la inversión en los mercados de capitales y con recursos suficientes para asumirlos sin exponerse a consecuencias financieras excesivas, estableciendo unos criterios que deben cumplir los inversores no profesionales para pertenecer a este grupo. Por último, los inversores minoristas serían aquellos que no pertenecen a ninguno de los dos grupos anteriores.

II Informes y análisis

Los mercados privados de capitales

Francisco Javier González Pueyo (*)
María José Pérez-Santamarina Atiénzar

(*) Francisco Javier González Pueyo y María José Pérez-Santamarina Atiénzar pertenecen al Departamento de Estudios y Estadísticas de la Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales. Los autores agradecen los comentarios de Eudald Canadell Casanova, Alejandro Marroquín González y Alberto Segurado García.

Este documento es responsabilidad exclusiva de sus autores y no refleja necesariamente la opinión de la CNMV.

Índice

Resumen	81
1 Los mercados privados de capitales y de financiación privada	85
Tamaño y evolución reciente de los activos gestionados en los mercados privados	86
2 Segmentos de actividad de los mercados privados	89
Capital privado (PE) vs. <i>venture capital</i> (VC)	89
Las operaciones de compra (<i>buyout</i>) y las compras apalancadas con emisión de deuda para financiarlas (LBO)	90
Los mercados de crédito privado o <i>private debt</i>	90
3 Principales características del capital privado en España	93
4 Principales aspectos a considerar por parte de los supervisores	99
4.1 Supervisión macroprudencial	99
4.2 Protección al inversor e integridad de mercado	103
4.3 Integridad de mercado: contagio de los mercados privados-públicos	106
5 Conclusiones	109
Referencias bibliográficas	113

Índice de gráficos

Gráfico 1	Activos gestionados en (AuM). 2023	87
Gráfico 2	Activos bajo gestión (AuM). Global	87
Gráfico 3	Fondos captados. Global	88
Gráfico 4	Activos gestionados en España	93
Gráfico 5	Porcentaje de inversión del capital privado por sector	94
Gráfico 6	Mayores inversiones en 2023 por etapa (% sobre el total)	95
Gráfico 7	Porcentaje de inversión en capital privado sobre PIB. 2023	97
Gráfico 8	Alternativas desinversión. Total 2023	98

Resumen

En este artículo se destacan los elementos más relevantes del **documento de trabajo n.º 88 de la CNMV: Los mercados privados de capitales**, en el que se realiza un análisis de la situación actual y la evolución reciente de los mercados privados de capital y de crédito. En concreto, sobre las principales características del capital privado en España y aspectos a considerar por parte de los supervisores. Se incluye además una breve introducción a los mercados privados con datos de actividad y las principales características de los mercados de capital y deuda. También se incorporan comentarios sobre los efectos del anuncio de subida de aranceles comunicada por la Administración de los EE. UU. el pasado 2 de abril, cuya aplicación se suspendió durante 90 días, y entre los que se encuentran 2 de los que se consideran más negativos para los mercados: el incremento de la volatilidad y el aumento de la incertidumbre, que pueden incluso afectar a los flujos de inversión entre EE. UU. y el resto del mundo.

Durante los últimos años y ayudados por un escenario de bajos niveles de tipos de interés, los mercados privados de capital y de crédito han experimentado un crecimiento sostenido hasta alcanzar un volumen global de activos superior a los 14 billones de dólares. Es necesario resaltar el significativo aumento del crédito privado, especialmente de los préstamos directos (*direct lending*) en los últimos cinco años, que empieza a suponer una vía alternativa de financiación al margen del sistema bancario tradicional, muy especialmente en sectores como el tecnológico, el de la salud y el de la defensa. Desde la fecha de cierre del documento de trabajo, se han conocido noticias sobre cambios en las relaciones y alianzas entre las gestoras de crédito privado y los bancos. Además, **el crédito privado se está expandiendo hacia nuevos tipos de activos en el área denominada *financiación privada basada en activos* (*private asset backed finance*¹ [ABF] o *specialty finance lending*).** En el citado documento de trabajo se profundiza en los principales factores coyunturales y estructurales que han motivado este crecimiento, incidiendo en **la relevancia de la interconexión entre los mercados públicos y privados**, las particularidades de los sistemas de captación de fondos de los mercados privados, sus principales vehículos, sus características de funcionamiento, la segmentación de los activos bajo gestión, y la flexibilidad y ventajas que los mercados privados pueden ofrecer a empresas de las nuevas vertientes económicas.

1 Actividad de financiación en la que se conceden préstamos garantizados por los flujos de caja de una cartera de activos o por el valor de liquidación de esos activos. Incluye activos como hipotecas, crédito al consumo, inmobiliarios, activos de energía verde, aviación, préstamos a pymes, y *royalties* y propiedad intelectual.

Cabe destacar que los mercados públicos y privados han estado desde siempre conectados, sin que se trate en modo alguno de segmentos inconexos ni estancos, al aportar los mercados regulados liquidez a las inversiones del capital privado, cuyas mayores gestoras cotizan en bolsas de valores.

Una de las interconexiones más sostenidas en el tiempo es el papel de las salidas a bolsa como proceso de desinversión de las aportaciones de capital a las *startups* y compras apalancadas, aunque en los últimos años se ha visto negativamente afectado por la escasez global de ofertas públicas de venta (OPV) que el actual contexto de elevada incertidumbre y volatilidad, provocadas por el anuncio de la subida de aranceles, previsiblemente va a agravar. Se viene observando una extensión de aproximadamente unos dos años en los plazos de tenencia de las carteras del capital privado, causadas entre otros motivos por la imposibilidad de desinvertir en los mercados regulados, y que afecta en mayor medida a las gestoras más grandes y a las empresas con carteras de valor más elevado. Este alargamiento temporal en las inversiones más allá de los siete años de media puede verse acrecentado en aquellas operaciones iniciadas en el periodo de pandemia, en una situación parecida a lo acontecido en las inversiones iniciadas en 2005-2006, años previos a la gran crisis financiera. La extensión de las inversiones del capital privado también se observa en las participaciones mantenidas en compañías cotizadas, debido al descenso de actividad en las operaciones de fusión y adquisición, que dificulta la salida de participaciones significativas.

La interconexión entre mercados de capital públicos y privados también se pone de manifiesto cuando se producen correcciones y turbulencias en las bolsas de valores (como las provocadas desde el 2 de abril).

En entornos sostenidos de elevada volatilidad e incertidumbre, pueden revalorarse o incluso posponerse nuevas operaciones, ralentizarse las aportaciones de los inversores institucionales al capital privado, dificultarse las desinversiones vía salidas a bolsa, las fusiones y las ventas a terceros o alargarse los plazos de inversión en las compañías, afectando a nuevas inversiones en *startups*. A todo ello se suma el efecto denominador, por el que las caídas de valor en los mercados públicos suponen que las asignaciones en los mercados privados queden sobreponderadas, y los efectos de la asincronía entre las valoraciones diarias de los mercados públicos y las de los mercados privados, que se realizan con una menor frecuencia.

Desde la perspectiva de las entidades financiadoras de la economía, las interconexiones forman parte de la estrategia corporativa debido a las alianzas y colaboraciones entre gestoras de capital y deuda privada, bancos, compañías de seguros y fondos de inversión, que no se limitan a la comercialización de activos privados. El continuado crecimiento de la captación de fondos por las gestoras de crédito privado ha posibilitado que estas sean las que aporten íntegramente los fondos a los préstamos originados por los bancos, cuyo papel en muchas operaciones se limitaría a la aportación de su red de clientes con necesidades de financiación. También son frecuentes las tomas de participación del capital privado en compañías de seguros, donde impulsan cambios en la política de inversiones incrementando la exposición a activos privados, que, aunque encajan dentro de los horizontes de inversión más dilatados, exponen a las aseguradoras a un mayor riesgo de liquidez y valoración.

Con respecto a los factores estructurales que han propiciado el aumento de los mercados de capital y crédito privados, por el lado de la oferta hay que destacar los cambios regulatorios iniciados tras la gran crisis financiera de 2008, que han incrementado los costes de capital para los bancos y especialmente de los préstamos a entidades sin calificación crediticia. Esto ha desincentivado esta área de crédito, al tiempo que se fomentaba el trasvase de la actividad de los préstamos apalancados desde los bancos a las gestoras de crédito privado. Unido a ello, la mayor disponibilidad de fondos privados ha permitido rondas de financiación con unos volúmenes más elevados y la permanencia en el capital de las compañías hasta que estas alcanzan una mayor madurez, con la consiguiente retención de una parte importante del incremento de valor, al asumir más riesgos en la etapa de desarrollo inicial de la empresa. Las gestoras de capital privado se involucran además en la gestión de las compañías, aportan directivos con una extensa experiencia y su horizonte temporal de inversión es más amplio, lo que permite financiar proyectos que requieren mayores periodos de maduración antes de lograr su viabilidad. **El crédito privado se está expandiendo, además, hacia todas las etapas de la cadena de valor de la actividad crediticia como la originación, la sindicación, la estructuración y la distribución de activos, interrelacionándose además con gestores de activos, bancos y compañías de seguros.**

Otro de los factores estructurales destacables, esta vez desde el punto de vista de la demanda de capital y financiación, es el hecho de que las empresas de la nueva economía son más reticentes tanto al escrutinio continuado de la valoración de su empresa en las bolsas como a la difusión periódica de información de su modelo de negocio, que contiene un importante componente de propiedad intelectual. A ello se une que, como ha recogido el informe elaborado recientemente por Mario Draghi, la financiación bancaria no es la más indicada para favorecer la innovación, puesto que requiere de mayor tolerancia al riesgo y horizontes temporales más largos.

En lo que sigue, se realiza en primer lugar un breve análisis de las principales magnitudes del capital privado en España, que se pone en relación con el del resto de los países europeos. Tanto los niveles de inversión en capital privado en relación con el PIB como su tipología y destino sectorial, con predominancia de la tecnología y la salud, son muy similares a los del resto de países de la Unión Europea (UE), salvo una mayor participación de la hostelería y el ocio. Al igual que sucede en el resto de Europa, el 80 % de las inversiones proviene de gestoras extracomunitarias, que además concentran su actividad en el segmento de las grandes operaciones (100 millones de euros) y en las de *middle market* (5-10 millones de euros). Por su parte, las inversiones de las gestoras de capital privado españolas se dirigen en un 90 % al sector de las pequeñas y medianas empresas.

En segundo lugar, se identifican también las cuestiones a analizar y a seguir por parte de las autoridades supervisoras, en especial en relación con su potencial riesgo sistémico y la comercialización a minoristas, hasta ahora prácticamente ausentes de la actividad en los mercados privados. En ambos casos, el elemento fundamental a considerar es la importancia de asegurar un grado razonable de transparencia de las actividades y entidades presentes en estos segmentos del mercado, así como de los procedimientos de valoración de los activos, por lo que suponen en términos de protección del inversor, además de por su papel para mejorar

el funcionamiento de los mercados. En el ámbito de los inversores minoristas, es importante facilitar su participación y el acceso a los mercados, en general, incorporando el capital y la deuda privados entre las alternativas disponibles. A ello se dirige la regulación española, que introduce una nueva vía para posibilitar la inversión de los minoristas en estos vehículos, en el contexto de un servicio de asesoramiento y, por tanto, valorando la idoneidad de los vehículos ofrecidos, dadas las particularidades y riesgos específicos de la inversión en activos privados (artículo 75 de la Ley 22/2014).

1 Los mercados privados de capitales y de financiación privada

No existe una definición general y consensuada sobre los mercados privados, aunque, de forma general, la literatura se refiere a los mercados privados como aquellos en los que los gestores de inversión alternativa canalizan fondos de inversores—en su mayoría, institucionales— a diferentes demandantes de capitales, mediante instrumentos de deuda o capital que no se negocian en mercados regulados o sistemas alternativos de negociación.

De manera genérica, pueden distinguirse los siguientes segmentos dentro de los mercados privados, en función del tipo de activos gestionados²: capital privado o *private equity* (PE), *venture capital* o capital riesgo (VC), crédito privado o *private debt* (PD), e inmobiliario o *real estate* (RE). Muchas clasificaciones incluyen además las infraestructuras y otras también los recursos naturales como categorías diferenciadas por sus especificidades.

Las principales diferencias entre los mercados de capitales privados y públicos se centran en los siguientes aspectos:

- i) El vehículo principal de inversión en los mercados privados son los fondos cerrados. Estos fondos cerrados tienen un plazo establecido (10-15 años) para captar, invertir, madurar y devolver el capital. Durante este plazo preestablecido, los inversores se comprometen a aportar capital sin poder rescatar sus participaciones².

En consecuencia, *a priori*, las inversiones en los mercados privados son de naturaleza ilíquida, y esta característica es fundamental para evaluar la conveniencia o no de estas alternativas privadas para las inversiones de los minoristas, que hasta ahora han permanecido al margen de estos mercados.

Por otra parte, la existencia de un periodo mínimo de inversión limita la transformación de liquidez (*liquidity transformation*), al estar acompasados el horizonte temporal de los activos incluidos en las carteras y las aportaciones de los inversores, a diferencia de lo que sucede con los fondos de inversión tradicionalmente distribuidos a minoristas por la banca comercial o los gestores de fondos convencionales y, por lo tanto, la posibilidad de salidas masivas de fondos está limitada.

2 Aramonte y Avalos (2021). En EE. UU. y Canadá se están lanzando desde hace algún tiempo algunas estructuras abiertas, en las que el fondo se mantiene operativo mientras las inversiones de la cartera no se liquiden. Estos fondos abiertos tienen ventanas de liquidez que permiten a los inversores salir al valor neto de los activos o *net asset value* (NAV).

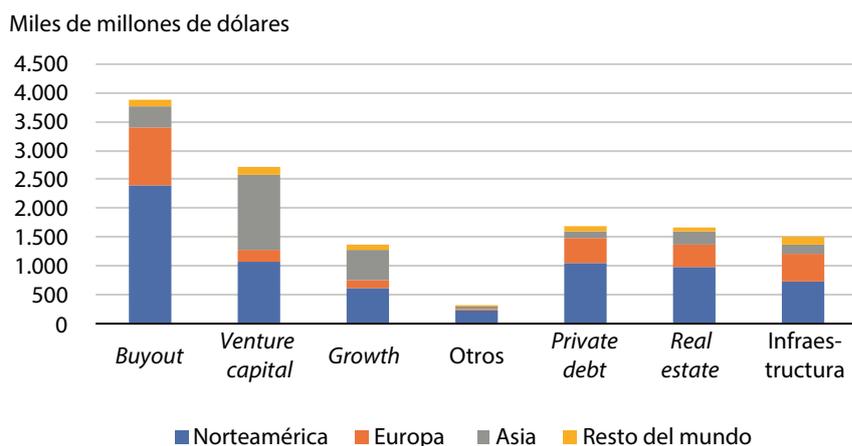
- ii) Las participaciones en el capital y la deuda privados no cotizan en mercados organizados. Las empresas objeto de inversión de los fondos de capital privado y *venture capital* tampoco suelen ser compañías cotizadas, con la excepción de algunas operaciones de compras apalancadas o *leveraged buyout* (LBO), por las que se adquieren empresas cotizadas para sacarlas del mercado mediante opas de exclusión (*public to private*).
- iii) Las empresas no cotizadas participadas por el capital privado no tienen obligaciones de reporte financiero periódico más allá de los requisitos impuestos por la legislación mercantil y los exigidos por los inversores en sus condiciones de entrada.
- iv) Debido a los horizontes de inversión manejados, no se realizan valoraciones a mercado de las empresas participadas por el capital privado (*mark to market*), lo que en principio dificulta el seguimiento de las inversiones y de su potencial rentabilidad, aunque, desde la perspectiva de los gestores y de quienes aportan el capital, ello permite amortiguar la volatilidad en periodos de inestabilidad coyunturales.
- v) Las gestoras de capital privado no suelen estar sujetas a supervisión en muchas jurisdicciones o están sujetas a términos más laxos que las gestoras de fondos de inversión. En España, la CNMV controla la situación financiera y el cumplimiento de coeficientes de inversión de los vehículos de inversión y de las exigencias legales de información pública.
- vi) Los inversores en los mercados privados han sido tradicionalmente grandes inversores institucionales con elevadas capacidades de análisis y acceso a la información. Por tanto, estos inversores profesionales tienen todas las herramientas para analizar la rentabilidad/riesgo de este tipo de inversiones, a las que asignan una parte de sus carteras a efectos de diversificación. Por el contrario, hasta muy recientemente, no había participación de inversores minoristas, estando limitadas las inversiones a importes superiores a los 100.000 euros. En consecuencia, los supervisores financieros deberán prestar especial atención a la participación minorista en los mercados privados, ya que, a pesar de las innegables ventajas de diversificación, este tipo de inversiones pueden no ser adecuadas para todo tipo de inversores por sus particularidades de falta de liquidez y transparencia.

Tamaño y evolución reciente de los activos gestionados en los mercados privados

El gráfico 1 detalla los activos gestionados en diferentes zonas geográficas para cada una de las principales categorías de los mercados privados, separando el capital privado (PE), el capital riesgo, el crédito privado, el inmobiliario y las infraestructuras, de acuerdo con los datos del informe de McKinsey *Global Private Markets Review 2024*.

Activos gestionados (AuM). 2023

GRÁFICO 1

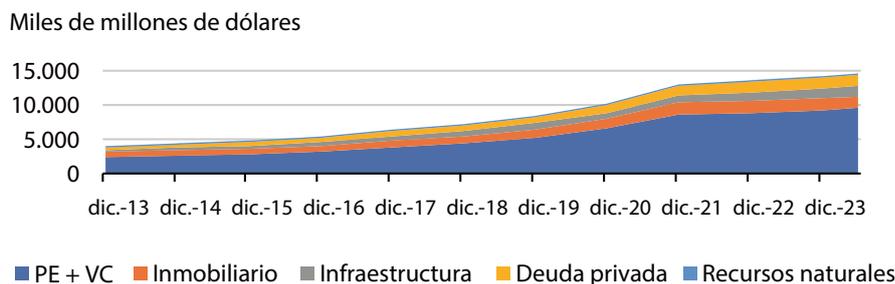


Fuente: Mckinsey.

Con respecto a la evolución global de los mercados de capital y deuda privados, el gráfico 2 permite comprobar el importante y sostenido crecimiento registrado en los últimos años, especialmente desde finales de 2016.

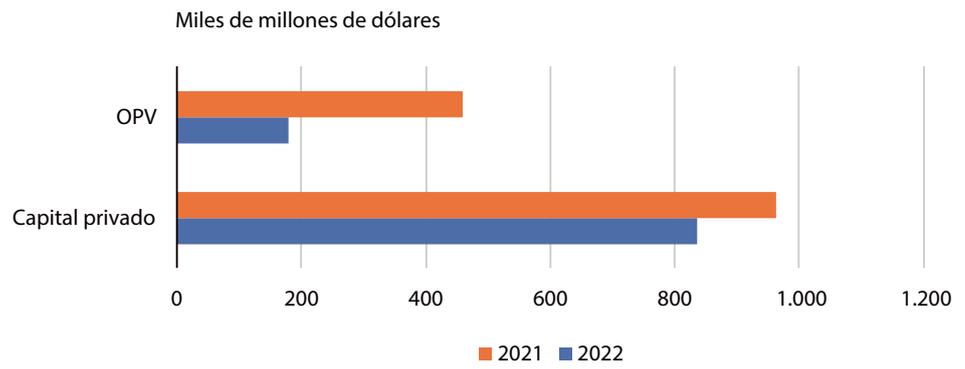
Activos bajo gestión (AuM). Global

GRÁFICO 2



Fuente: Prequin.

Por volumen, destaca la suma del capital privado o *private equity* y el *venture capital*, con unos activos bajo gestión que han pasado de los 500 miles de millones de dólares en el año 2000 a los 8,3 billones de 2023. Dentro del segmento del capital privado (más de 5 billones de dólares conforme al gráfico 1), la compra de compañías o *buyout* cuenta con 3,85 billones de dólares de activos bajo gestión (el 47 % del total acumulado por el segmento de *private equity* y descendiendo en importancia desde el 55 % de 2018). Una parte muy importante de estas operaciones de compra están apalancadas; se trata de las LBO, sobre las que se profundiza en la sección 4 de este documento. Los últimos datos publicados por Prequin en marzo de 2024 muestran unas cifras muy similares a las del cierre de 2023.



Fuente: Prequin y EY.

2 Segmentos de actividad de los mercados privados

En esta sección se tratan los dos principales segmentos de actividad de los mercados privados: el capital privado y el crédito privado.

Capital privado (PE) vs. *venture capital* (VC)

Dentro de la segmentación genérica de la actividad de los mercados privados en sus cuatro grupos principales (*private equity*, *venture capital*, *private debt* e *infrastructure*), el capital privado o *private equity* (PE) y el *venture capital* (VC) son categorías de inversión que guardan similitudes, pero también diferencias, que permiten su categorización independiente³.

En cuanto al capital privado o *private equity* (PE):

- Los gestores de capital privado, por lo general, toman posiciones mayoritarias en las empresas que participan, que suelen ser compañías maduras que operan en sectores tradicionales de todas las actividades. Por su participación mayoritaria entran en la gestión de la compañía objetivo, a la que aportan sus propios equipos directivos, cualificados y experimentados.
- El capital privado también busca oportunidades de inversión en empresas consolidadas que presentan dificultades debido a ineficiencias operativas que, una vez solventadas, las devolverán a la rentabilidad. En los últimos años el capital privado ha comenzado a comprar compañías tecnológicas respaldadas por *venture capital*. Buscan la rentabilidad de la operación mediante esas mejoras operativas, el crecimiento orgánico y la expansión de la empresa y la utilización de ingeniería financiera.
- Las inversiones se hacen con capital del fondo o gestora y mediante deuda.

En cuanto al *venture capital* (VC):

- Su actividad se centra en las *startups*, con predominancia de las empresas del sector tecnológico y de la salud, de elevado crecimiento, y en las que suelen adquirir participaciones minoritarias.

3 Pitchbook (2023b).

- Buscan la rentabilidad de la operación en el incremento de valor de la compañía objeto de inversión, que se materializa vía venta a otra empresa de capital o a través de salidas a bolsa.
- El tamaño de las operaciones es menor que en el capital privado.
- La financiación de la operación se hace mediante aportaciones dinerarias.

Las operaciones de compra (*buyout*) y las compras apalancadas con emisión de deuda para financiarlas (LBO)

De acuerdo con los datos globales de activos bajo gestión (AuM) de Prequin y McKinsey, detallados en la sección 1 de este estudio, dentro del segmento del capital privado o *private equity* (PE), la compra de compañías (*buyout*) cuenta con 3,85 billones de activos bajo gestión, el 47 % *private equity* (8,2 billones de dólares). No solo se trata del área de actividad de mayor tamaño, sino también la que más ha crecido en los últimos años, junto con el segmento del crédito o *private debt*, y durante la pasada década ha estado batiendo récords continuados tanto en operaciones como en valoración de las empresas, favorecida por los bajos tipos de interés. Las correcciones bursátiles y la inestabilidad e incertidumbre registradas tras el anuncio del incremento de los aranceles por parte de EE. UU. afectarán negativamente a la posibilidad tanto de realizar nuevas compras como de encontrar fondos para financiarlas.

Una parte muy importante de estas operaciones de compra (*buyout*) están apalancadas, son las denominadas *leveraged buyouts* (LBO⁴), que suponen la utilización de endeudamiento en proporciones superiores al 70-80 % de deuda con un máximo del 20-30 % en capital, del que los gestores aportan un 1-5 % del total de la operación. Por tanto, un segmento muy significativo del capital privado requiere la deuda como instrumento operativo.

Los mercados de crédito privado o *private debt*

De acuerdo con la información agregada global de Prequin y McKinsey, a finales del año 2023, había unos 1,6 billones de dólares (+27 % con respecto a 2022) en activos bajo gestión en los mercados privados de deuda, cifra que se ha doblado desde 2018. De esta cantidad, unos 460.000 millones de euros están en Europa, si bien no se ha podido acceder a información sobre los importes relativos al mercado español. El Fondo Monetario Internacional (FMI) en su *Global Financial Stability Report* eleva la cantidad a 2,1 billones de dólares en abril de 2024.

Frente al capital privado, el crédito privado ofrece periodos de inversión menores sin la dependencia de las salidas a bolsa para recuperar el principal y con pagos periódicos de intereses.

4 Se considera que la primera LBO de la historia fue la compra de Ford por parte de Henry Ford y su hijo.

Hasta ahora, la mayor parte del crecimiento del crédito privado en la última década se concentraba en los créditos directos (*direct lending*), cuyos principales destinatarios eran compañías medianas muy apalancadas y participadas por el capital privado. Señala McKinsey en su informe sobre el mercado de crédito privado⁵ que los bancos mantendrán la relación final (*the last mile*) con los clientes centrados en la originación y la venta cruzada, si bien trasladarán la propiedad de los créditos concedidos a otros inversores. De esta manera, los bancos acabarán transfiriendo el riesgo de crédito a otros participantes del sector financiero, regulados o no.

Además, el crédito privado se está expandiendo hacia nuevos activos y buscando la entrada de nuevos participantes. Un área de expansión es el segmento denominado *financiación privada basada en activos* (*private asset backed finance*⁶ [ABF] o *specialty finance lending*), cuyo volumen actual de mercado se eleva a 20 billones de dólares según algunas estimaciones.

Las empresas que acuden a los mercados privados de deuda⁷ suelen ser pymes con un EBITDA de entre 3 y 100 millones de dólares. Hay dos grandes segmentos, el *middle market*, con empresas de más de 50 millones de euros en EBITDA, y el *lower middle market*, con unas cifras medias de EBITDA entre 15 y 25 millones de euros. La amplia mayoría de empresas emisoras en los mercados privados de deuda (más del 90 %) están participadas por gestoras de capital privado y, de acuerdo con datos de McKinsey & Co⁸, el 80 % de las operaciones de *middle market* realizadas por el capital privado se han financiado mediante préstamos privados.

A diferencia del segmento de los créditos sindicados, donde suelen participar varios prestamistas, las operaciones de financiación privada son mayoritariamente bilaterales entre prestamista y empresa. Esta circunstancia agiliza las operaciones y reduce a unos dos meses el plazo desde que se inician los contactos hasta que se concede la financiación. Además, permite incorporar préstamos flexibles con componentes variables ligados a la evolución del negocio (como es el caso de la operación de 2022 de Oquendo Capital a Congelados Navarra, que le permitirá acometer el plan de negocio de los próximos años).

En los préstamos sindicados es habitual que coexistan dos tramos, el *senior* y el subordinado, mientras que en los préstamos privados suele haber un único tramo (*unitranche*) que combina la deuda *senior* y subordinada con un tipo de interés (entre 50 y 100 puntos básicos superior al del *senior*) fruto de las características de rentabilidad-riesgo de los dos tramos (*senior* y subordinado). En la deuda con diferentes tramos, cada uno de ellos tiene sus propios términos de crédito, garantías, *covenants* y condiciones, según las cuales los acreedores del tramo subordinado podrían recuperar los colaterales que garantizan la concesión del crédito. En las operaciones *unitranche*, los derechos de todos los acreedores son idénticos.

5 McKinsey & Company (2024). «The next era of private credit».

6 Actividad de financiación en la que se realizan préstamos garantizados por los flujos de caja de una cartera de activos o por el valor de liquidación de esos activos. Incluye activos como hipotecas, crédito al consumo, inmobiliarios, activos de energía verde, aviación, préstamos a pymes, y *royalties* y propiedad intelectual.

7 Gunter, Latour y Maguire (2021).

8 McKinsey (2023).

Los principales actores son gestores alternativos de activos que actúan a través de plataformas de préstamos. En estas plataformas la financiación se obtiene de varias fuentes: i) fondos privados de deuda, ii) obligaciones de deuda colateralizada para empresas medianas (*middle-market CLO*), iii) fondos de inversión y iv) *business development companies* (BDC). En los últimos años, los bajos tipos de interés han canalizado un elevado volumen hacia los fondos de crédito en busca de mayores rentabilidades, lo que ha facilitado, junto con la evolución de las estructuras y vehículos de financiación, la concesión de préstamos y operaciones por un mayor volumen, de manera análoga a lo que ha sucedido en el segmento del capital privado (PE).

Una característica de los inversores en crédito privado es su horizonte temporal largo, ya que se trata de inversiones para mantener (*buy and hold*) por parte de fondos de pensiones, compañías de seguros, fondos de universidades y fundaciones, que intentan acompañar los ingresos por intereses de los créditos con sus obligaciones de pago.

Para garantizar aún más los fondos durante toda la vida del préstamo, en EE. UU. son frecuentes las asociaciones entre gestores alternativos y aseguradoras, que ofrecen una fuente de fondos a muy largo plazo a las plataformas de préstamos.

Menor liquidez de los instrumentos y vehículos de deuda

La menor liquidez es uno de los retos principales de la financiación privada, ya que los instrumentos en los que se articula no negocian en mercados secundarios y, aunque puedan incluirse cláusulas de cesión o de subparticipación que permitan la venta o cesión a terceros, no existe un proceso de formación de precios público, sino que son los inversores quienes deben evaluar la rentabilidad-riesgo de la inversión con la información a la que tengan acceso. Como los inversores deben estar preparados para mantener la deuda hasta su vencimiento, los principales compradores son inversores con horizontes temporales a largo plazo, como las compañías de seguros. En situaciones de estrés de los mercados, aquellos vehículos que permitan la salida anticipada a los inversores podrían tener problemas de liquidez y forzar a los gestores a la venta desordenada de activos (*firesales*).

Calidad crediticia

Las empresas que acuden a la financiación privada suelen ser de menor tamaño y con peores estimaciones de calificación crediticia. Además, aunque los estándares de solvencia eran tradicionalmente más exigentes que en el segmento de los préstamos sindicados, el crecimiento del crédito privado en los últimos años ha venido acompañado de una relajación en los requisitos exigibles y de una reducción en el número de *covenants*, que han quedado reducidos en la mayoría de los casos a uno, a diferencia de los préstamos sindicados, en los que, según datos de Standard & Poor's⁹, un 90 % son *covenant-lite*. También, y al igual que en los préstamos sindicados, se observa un incremento en los *EBITDA add-backs*.

9 Latour (2021).

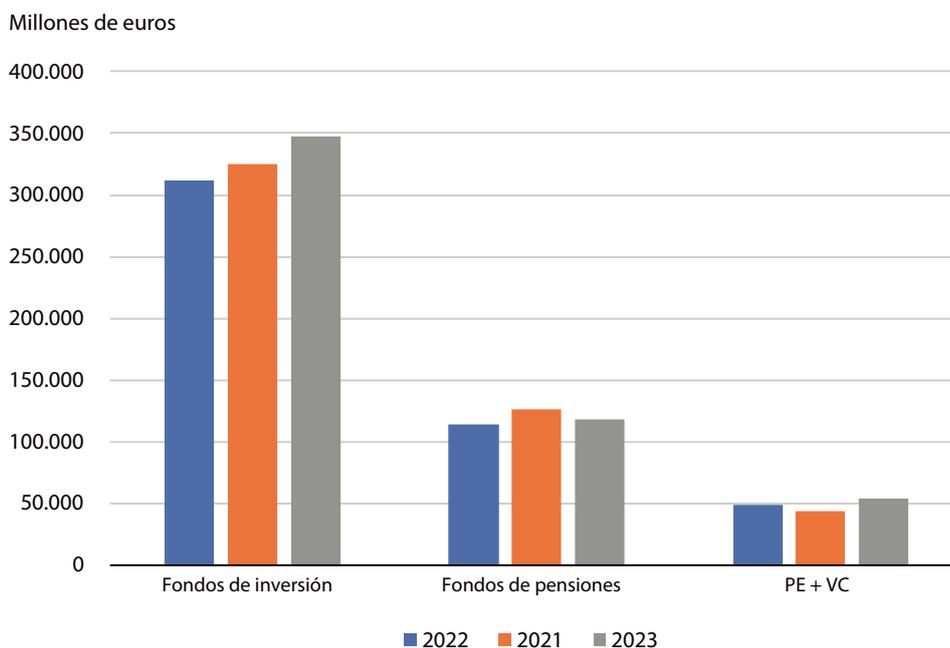
3 Principales características del capital privado en España

Los informes de actividad semestrales y anuales publicados por SpainCap¹⁰ contienen un completo análisis del sector del capital privado y el *venture capital*, con una gran variedad de datos granulares que permite conocer el destino de las inversiones por sectores y comunidades autónomas, así como las cifras de captación de fondos y desinversiones. En el ámbito europeo, este análisis puede complementarse con la información difundida anualmente por Invest Europe. Contrasta con el segmento de la deuda privada, en el que, para el caso de España, no se cuenta con el mismo nivel de detalle y calidad de la información.

El siguiente gráfico resume el tamaño de la cartera de inversiones del capital privado en España, que ascendía a 43.740 millones de euros a finales de 2023 (de los cuales 33.372 correspondían a gestoras internacionales) y se pone en relación con los activos bajo gestión (AuM) de los fondos de inversión y fondos de pensiones españoles, de acuerdo con los datos de Inverco para los dos últimos ejercicios.

Activos gestionados en España

GRÁFICO 4



Fuente: SpainCap, CNMV e Inverco.

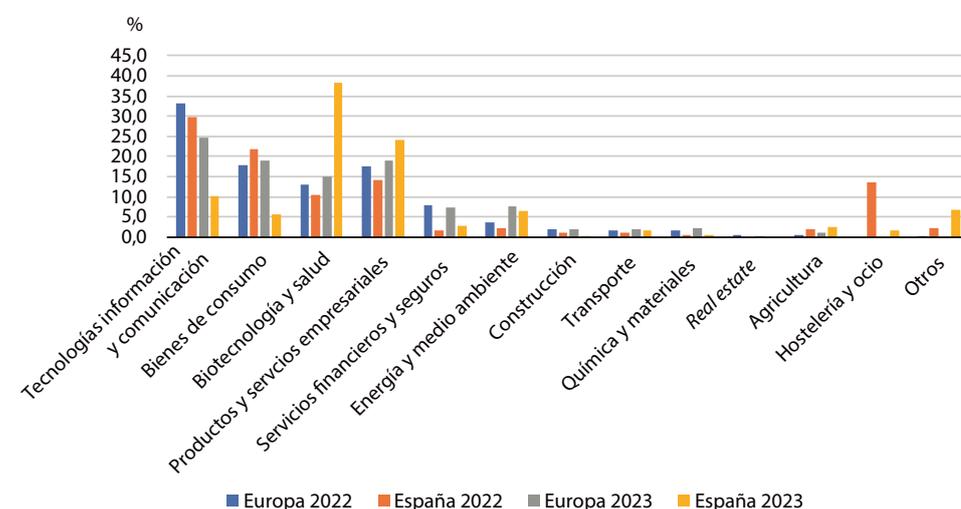
10 SpainCap (ASCRI hasta mayo de 2022) es la asociación que agrupa a las entidades de capital privado y *venture capital* en España, así como a sus inversores.

Los sectores que a lo largo de la serie histórica disponible reciben un mayor volumen de inversiones son TCI (tecnología, comunicaciones e información), bienes de consumo, y biotecnología y salud.

Las inversiones del capital privado en España analizadas de forma sectorial muestran un cierto paralelismo con las del resto de Europa, salvo por el sector de la hostelería y el ocio, que no está contemplado en las estadísticas publicadas por Invest Europe. Esto último puede deberse a la importancia del sector de la hostelería en España en relación con otros países del entorno europeo, lo que tiene también su reflejo en la actividad inversora del capital privado. La concentración de la actividad del capital privado en el sector tecnológico lo dota de un mayor carácter procíclico en función de los niveles de negocio del sector, al igual que sucede en determinados índices bursátiles con mayoría de empresas tecnológicas, como el Nasdaq 100.

Porcentaje de inversión del capital privado por sector

GRÁFICO 5



Fuente: SpainCap e Invest Europe.

Si se atiende a la fase de desarrollo de la inversión del capital privado y el *venture capital* en España y a la media de Europa como porcentaje sobre el total de las inversiones en el ejercicio 2023, en el siguiente gráfico se puede observar cómo se mantiene el paralelismo y la mayor parte de la actividad inversora se concentra (54 % en España y 62 % en Europa) en las operaciones apalancadas (LBO), seguidas de la financiación del crecimiento (*capital privado* y *venture capital*) y del *start-up* y *late-stage venture*, con porcentajes muy similares del total (6-7 %).

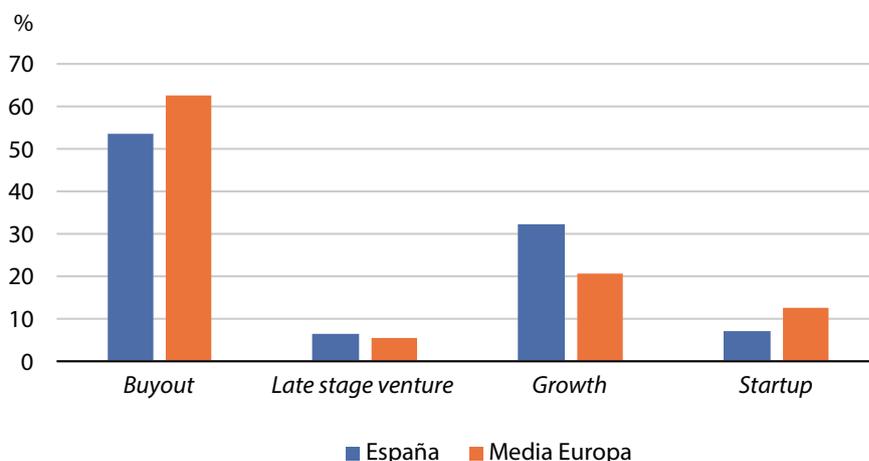
En lo referente a la financiación de las operaciones de compra apalancadas, de acuerdo con la información del banco de inversión Houlihan Lokey publicada el 4 de julio de 2024 por *Expansión*¹¹, Banco Santander y Banco Sabadell concentrarían el 51 % de las operaciones, seguidos por BBVA y CaixaBank. El liderazgo de Banco

11 BBVA y Banco Sabadell controlarían juntos la financiación del capital riesgo.

Santander se debe a la financiación de operaciones de más de 20 millones de euros concedida a fondos internacionales y realizada tanto mediante su actividad de banca tradicional como a través de su fondo de inversión directa, Tresmares.

Mayores inversiones en 2023 por etapa (% sobre el total)

GRÁFICO 6



Fuente: SpainCap e Invest Europe.

Otra de las particularidades de la inversión del capital privado en empresas españolas es que entre un 75 % y un 80 % lo efectúan gestoras internacionales, porcentaje que también se mantiene durante los últimos ejercicios. Esta importante participación de las gestoras internacionales no es asimilable a lo que ocurre en el resto de Europa, donde la mayor parte de las inversiones las realizan las gestoras nacionales dentro de cada país y una tercera parte, entidades comunitarias que operan en otro Estado miembro. Como viene siendo habitual, la actividad de los fondos internacionales se concentró en el segmento de las grandes operaciones (superiores a los 100 millones de euros, conocidas como *megadeals*), en las operaciones de *middle market* (entre 5 y 10 millones de euros) y en las operaciones apalancadas. En el año 2023 las grandes operaciones y las de *middle market* perdieron intensidad, lo que hizo que el importe medio por inversión se redujera desde 9,6 millones de euros a 7,9 millones. Si se analizan los datos por operación, cada una de las 569 empresas en las que el capital privado invirtió en 2023 recibió una media de 11,8 millones de euros.

De acuerdo con los datos de SpainCap, el 90 % de la inversión del capital privado en España tiene como destino pymes, cifra algo superior a la media europea (85 %). Por regiones, Madrid, con el 34 % del total, es la comunidad autónoma que más inversión recibe, seguida de la Comunidad Valenciana (24, %), Cataluña (21 %) y Murcia (5 %). La antigüedad media de las empresas en cartera de las gestoras de capital privado españolas es de 4,5 años.

Con respecto al porcentaje de la inversión en capital privado en relación con el PIB, España cuenta con unas cifras (0,32 %) algo por debajo de la media de Europa en su conjunto (0,4462 %), pero superiores a países como Alemania, Italia, Bélgica y Portugal.

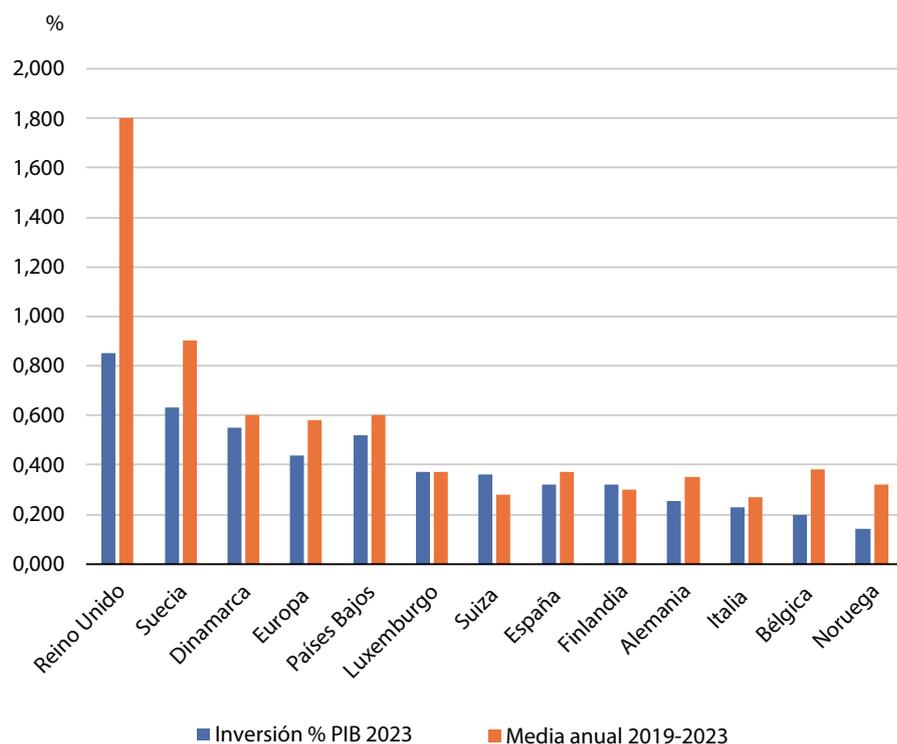
El informe *The Spanish Tech Ecosystem Report 2024* destaca que el valor de las *startups* españolas superó por primera vez los 100.000 millones de euros en el año 2023. Este valor es más alto que el de países como Noruega, Italia y Portugal, que aún no han alcanzado esta cifra. Alemania (450.000), Suecia (250.000), Francia (330.000) y Dinamarca (130.000) son los países de Europa con una mayor valoración de sus *startups*.

Dealroom tiene contabilizadas 12.000 *startups* en España, de las que unas 500 alcanzarían el tamaño de *scale-up* y 18, el de unicornio. Entre 2017 y 2023 consiguieron captar 13.700 millones de euros, siendo 2021 el mejor año de su historia (4.314 millones de euros). Es destacable el parón experimentado en las rondas de financiación de las *startups* desde 2020, año en el que se registraron 135 rondas que captaron entre 1 y 5 millones de euros y en el que solo 9 superaron los 50 millones, de acuerdo con el Observatorio de Bankinter. En 2023, según el informe *The Spanish Tech Ecosystem Report 2024*, las *startups* captaron 2.000 millones de euros en más de 850 rondas.

En España destacan dos focos de *startups*: Barcelona (6.345 millones) y Madrid (5.781 millones), que entre 2018 y 2023 captaron 12.135 millones de euros, casi 6 veces lo que consiguieron en el resto de España con Valencia (494) como tercer polo. Dentro de las *startups*, los sectores que más inversión atrajeron en el periodo 2020-2023 fueron: movilidad y logística (1.644 millones), productividad y negocio (1.545), *fintech-insurtech* (1.290), *proptech* (1.047), *traveltech* (842), salud (758), *software* (522) y ciberseguridad (510).

Los fondos de capital privado españoles, tanto públicos como privados, suponen la mayor parte de las operaciones de financiación de las *startups* en sus primeras fases (semilla y arranque), pasando el liderazgo a los fondos internacionales en las siguientes fases, que necesitan mayores volúmenes. Será necesario evaluar cómo puede afectar el entorno de incertidumbre generado tras la anunciada subida de aranceles por parte de EE. UU. a sus asignaciones de fondos de capital privado con destino a Europa, y en qué medida puede verse reducida su capacidad de captar nuevos fondos de terceros países, como China y los países del sudeste asiático, que podrían optar por redirigir sus asignaciones a Europa.

En el siguiente gráfico, elaborado con los datos de Invest Europe, puede observarse cómo el porcentaje de inversión en capital privado sobre el PIB de cada país sí se vio reducido en 2023 con respecto a los años precedentes en casi todos los países de Europa. En términos globales, la inversión en capital privado en Europa sufrió una caída del 25 % en 2023 y del 11 % con respecto a la media de los últimos 5 años.



Fuente: SpainCap e Invest Europe.

En cuanto a la captación de fondos (*fundraising*), fueron los inversores españoles quienes proporcionaron el 80 % de los 2.702 millones de euros aportados por el capital privado y el *venture capital* en el año 2023. Las *family offices* españolas han aumentado su participación en el capital privado como consecuencia de los cambios de tributación en las sociedades de inversión de capital variable (SICAV) —que ha llevado a la conversión de algunas de ellas en sociedades de capital privado— y en 2023 supusieron el 33 % de los 2.702 millones captados. El año 2023 fue el segundo mejor de la historia en lo que a captación de fondos se refiere.

Si se analizan las cifras de captación para el conjunto del mercado europeo proporcionadas por Invest Europe y agrupadas por zonas, Francia, Países Bajos y Bélgica reúnen el 22,2 % del total, seguidos del Reino Unido con un 10,2 %, mientras que el grupo de España, Portugal, Italia y Grecia capta el 5,2 % de los fondos de capital privado de Europa. El grueso de los fondos captados por el capital privado de Europa procede de Norteamérica, con un 23,4 %, y de Australia y Asia, con un 19,9 %.

En Europa y según el informe de Pitchbook¹², 2022 fue el año con un mayor número de operaciones, pero más pequeñas. Solo 36 operaciones superaron los 1.000 millones de euros, la cifra más baja de los últimos 9 años y ninguna de ellas se registró en el cuarto trimestre. Sí se ha producido un incremento en el número de compras *add-on*. Una de las razones de este descenso de las grandes operaciones ha sido la mayor cautela de los gestores ante la incertidumbre económica. El número y

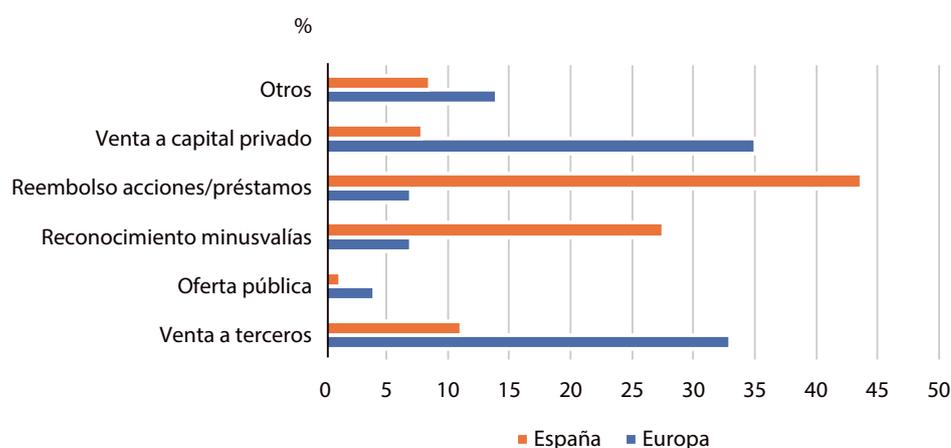
12 Pitchbook (2022).

volumen de salidas también fue el más bajo en 9 años. En España, solo un 1,6 % de las operaciones fue superior a 200 millones de euros, y el grueso de las inversiones fueron en operaciones entre los 2,5 y los 5 millones de euros, y en las denominadas *lower middle market* (inversión entre 5 y 10 millones de euros).

En relación con las alternativas de desinversión del capital privado, en España ha sido mayoritario durante los últimos años el reembolso de préstamos, mientras que las salidas a bolsa son la opción menos utilizada, si bien en Europa tampoco alcanzan cifras superiores al 7 % del capital desinvertido. El gráfico 8 recoge las modalidades de desinversión del capital privado en Europa y España en porcentaje sobre el total del año 2023. En el caso de España, son también muy relevantes los reconocimientos de minusvalías en las inversiones realizadas.

Alternativas desinversión. Total 2023

GRÁFICO 8



Fuente: SpainCap e Invest Europe.

4 Principales aspectos a considerar por parte de los supervisores

Los supervisores de los mercados de valores tienen, en la mayoría de las jurisdicciones, dos mandatos prioritarios: la protección del inversor y garantizar el funcionamiento ordenado de los mercados. Los supervisores macroprudenciales tienen como objetivo contribuir a la salvaguarda de la estabilidad del sistema financiero.

Con respecto a la protección del inversor, los mercados privados, tanto de capital como de crédito, habían quedado históricamente en la práctica fuera de la comercialización a los inversores minoristas (salvo aquellos que invirtieran más de 100.000 euros); mientras que los recientes cambios normativos (en particular, el **artículo 75 de la Ley 22/2014**) posibilitan el acceso y la incorporación de los minoristas a este segmento de los mercados. Tras esta modificación legal, los pequeños ahorradores pueden invertir en fondos de capital privado por un importe mínimo inicial de 10.000 euros, frente a los 100.000 euros que se exigían anteriormente¹³.

A continuación, se detallan los principales aspectos que los supervisores deben considerar en relación con la actividad de la financiación privada.

4.1 Supervisión macroprudencial

Uno de los mayores retos para la supervisión y, en particular, la identificación, monitorización y contención del riesgo sistémico, se deriva de la (escasa) regulación de los requisitos de información y transparencia en una buena parte de las jurisdicciones relevantes, de su heterogeneidad y de su alcance limitado, unido a la nula o limitada exigencia de compartir información entre los actores (y, en su caso, supervisores) presentes en los mercados privados y los supervisores del sistema financiero regulado. Esto es especialmente relevante en los aspectos que se detallan

13 - ECR e IIC de inversión libre: existen dos vías de comercialización: i) exigir una inversión superior a 100.000 euros y la firma de un documento de asunción de riesgos o ii) que sea recomendación personalizada de un intermediario bajo servicio de asesoramiento y que en aquellos casos en los que el patrimonio financiero del inversor no supere los 500.000 euros, se invierta un mínimo de 10.000 euros y siempre que no se supere el 10 % del patrimonio del inversor. Excepciones: directivos y empleados de la gestora; ECR que coticen en bolsas de valores (no valdrían SMN); inversores en los que se acredite experiencia en la gestión o asesoramiento de ECR o IICIL.
- EUSEF y EUVECA: Comercialización bajo inversión mínima superior a 100.000 euros y firma de un documento de asunción de riesgos. No aplica a directivos ni empleados de la gestora.
- ELTIF: sin limitaciones. Solo test de idoneidad.
- EICC: no se pueden comercializar a minoristas.

a continuación, dado que, en definitiva, la interrelación e interconexión de las finanzas privadas con el sector financiero regulado son importantes y dicha debilidad en la información puede suponer un impedimento significativo para la labor de los supervisores en su función de contención del riesgo sistémico.

La elevada incertidumbre y las correcciones en los mercados de valores experimentadas tras la guerra arancelaria iniciada por EE. UU. requieren una reevaluación de los riesgos asumidos por los bancos en sus exposiciones tanto directamente con las gestoras de fondos como con los inversores a los que aquellos pueden haber financiado y que, a su vez, pueden haber utilizado dichas participaciones como garantía frente a los bancos. En este contexto de elevada incertidumbre, se van a ver afectados tanto la valoración de las empresas en cartera —y su pérdida de valor como garantía— como la solvencia crediticia de los prestatarios.

Creciente interdependencia de los gestores de crédito privado y bancos

Desde el punto de vista de la actividad de crédito, los bancos proporcionan financiación a los fondos de crédito y de capital privado en tres diferentes niveles: a los inversores de fondos (*upstream*), a las propias gestoras de los fondos (*midstream*) y a las empresas participadas por los fondos (*downstream*).

Las gestoras y bancos están cada vez más interrelacionados por medio de acuerdos de colaboración y alianzas en las que los bancos proporcionan su base de clientes y las gestoras de crédito privado asumen cada vez más funciones de la cadena de valor.

Según la gestora Blackrock, en la actualidad pueden observarse cuatro alternativas de alianzas entre bancos y gestoras de crédito privado:

- i) La financiación directa de los bancos a las gestoras de crédito privado con operaciones que se incluyen en sus balances de activos.
- ii) Las alianzas con las gestoras para la originación de préstamos.
- iii) La concesión de préstamos directos mediante inversiones en fondos realizadas por las gestoras de activos del grupo bancario.
- iv) La venta de carteras de préstamos a las gestoras de crédito privado.

Apalancamiento

De acuerdo con el Banco de Pagos Internacionales (BIS¹⁴), existen tres fuentes de apalancamiento en las operaciones de capital privado: i) la deuda inicial que la compañía objeto de inversión tiene antes de la operación; ii) la que propiamente añaden los gestores (GP) de capital privado al financiar con préstamos o con la emisión de bonos la adquisición de la empresa objetivo, y iii) mediante las

14 Aldasoro, Doerr y Zhou (2022).

denominadas *subscription credit lines* (SCL), que son los préstamos garantizados por el capital comprometido de los inversores (LP) a los que acuden los gestores cuando buscan mayor flexibilidad y una menor frecuencia en la petición del capital comprometido por los inversores.

Desde hace diez años se ha añadido una vía de apalancamiento adicional, cuya actividad ha crecido ante la dificultad de las gestoras para captar nuevos fondos en un entorno de tipos de interés más altos: algunas gestoras han comenzado a solicitar préstamos garantizados por el valor neto de sus carteras de activos de los fondos constituidos (*NAV loans*), en lugar de endeudar directamente una sola empresa.

Al igual que ha sucedido en otros segmentos del mercado, tras la gran crisis financiera el papel financiador de los bancos se ha ido desplazando hacia los prestamistas no bancarios. Otras formas de apalancamiento a las que varias gestoras de capital privado habrían acudido recientemente son los préstamos garantizados para pagar dividendos a los inversores de fondos de pensiones y soberanos y también para financiar compras de compañías.

Las compras apalancadas (*leveraged buyouts*) merecen ser especial objeto de atención por parte de los supervisores por:

- i) El incremento del endeudamiento que puede suponer para las empresas objetivo, que pueden comprometer su viabilidad.
- ii) El papel de los bancos en la financiación de las operaciones.
- iii) La utilización de ingeniería fiscal en el pago de dividendos a las gestoras mediante endeudamiento de la empresa adquirida (*leveraged recapitalization dividend*).

El Banco Central Europeo (BCE¹⁵), en su guía de operaciones apalancadas de 2017, señala que las instituciones de crédito deberán considerar como *leveraged transaction* cualquiera que cumpla al menos una de las siguientes condiciones: i) todos aquellos préstamos y créditos a prestatarios cuya ratio de deuda total sobre EBITDA sea superior a 4 y ii) todos los préstamos o exposiciones de crédito en los que el prestamista es propiedad de uno o varios *financial sponsors*, que, de acuerdo con el BCE, son empresas de inversión que desarrollan la actividad de capital privado o préstamos apalancados.

Esta definición de operación apalancada ha podido propiciar el trasvase de una parte de estos préstamos de los bancos a las gestoras de crédito privado. A lo largo de 2022 se observó a nivel global un importante descenso del 50 % en la concesión de préstamos apalancados como respuesta de las entidades de crédito a la incertidumbre macroeconómica, unido a una financiación del crédito privado de más del 59 % de las operaciones. No obstante, y como señala Moody's¹⁶, existe el riesgo de que la creciente competencia entre el segmento de los préstamos sindicados y el

15 European Central Bank (2017).

16 Financial Times (2023).

del crédito privado pueda relajar los estándares de concesión de financiación a las LBO una vez vuelva a reactivarse esta actividad. De acuerdo con datos del BCE recogidos en su informe *Q4 2023 European Credit Markets Quarterly Wrap*, en el año 2023 un 81 % de las operaciones de LBO europeas fue financiado por el crédito privado, mientras que en 2021 el porcentaje era del 56 %.

Junto con el apalancamiento, los supervisores prudenciales deben prestar atención a las relaciones y al nivel de actividad que las entidades de crédito mantienen con las gestoras de capital y deuda privada —como ya vienen haciendo—, especialmente ahora que cada vez comparten más etapas de la cadena de valor, desde la originación, estructuración y sindicación hasta la distribución .

Un artículo del BCE¹⁷ ya advertía en 2007 de los riesgos para las entidades de crédito de la financiación de compras apalancadas. Varios autores como Kaplan y Strömberg¹⁸ (2009), críticos con la actividad del capital privado, señalan que la operativa de compras apalancadas (LBO) acaba imponiendo una elevada carga de deuda a las empresas objetivo y de riesgo de crédito para el sector bancario. En algunos casos puede perjudicar la rentabilidad futura de la empresa, al comprometer con los pagos de intereses los beneficios de la empresa, aun contando con EBITDA positivo.

Actividad procíclica

Autores como Bernstein, Lerner y Mezzanotti (2019¹⁹) o Aramonte y Avalos del BIS²⁰, entre otros, apuntan a que la actividad del capital privado es procíclica y además está positivamente correlacionada con la evolución de los índices bursátiles.

Mientras la dependencia e interrelación de los niveles de tipos de interés con los mercados privados de capital sea muy elevada, hay varios factores que amortiguarían la naturaleza procíclica:

- i) El elevado nivel de *dry powder* que mantienen las gestoras y que superaba los 3,7 billones de dólares a mediados de 2023.
- ii) La ausencia de valoraciones *mark to market*, que reduciría el impacto de la volatilidad en las carteras y permitiría ajustar las valoraciones a periodos más largos y con posibilidad de *retorno a la normalidad*.
- iii) La naturaleza cerrada de los fondos, que evita las ventas por estrés de activos en cartera en momentos de tensión en los mercados.
- iv) La exhaustiva información que las gestoras tienen sobre las compañías en las que invierten y en cuya gestión participan activamente. En los mercados de

17 European Central Bank (2007).

18 Kaplan y Strömberg (2009).

19 Bernstein, Lerner y Mezzanotti (2019).

20 Aramonte y Avalos (2021).

deuda privada, además, existen relaciones bilaterales con los deudores, lo que mejora la información crediticia y la capacidad de renegociación de los préstamos.

Dependencia de determinados sectores/industrias respecto de la financiación privada

La actividad del capital privado está muy centrada en determinados segmentos como la tecnología y la salud, mientras que las empresas de tamaño mediano y pequeño cuentan con el crédito privado como principal recurso de financiación. Una ralentización de la actividad en los mercados de financiación privada puede afectar a las posibilidades de financiación en las fases de crecimiento y de maduración de un importante número de empresas innovadoras y que aportan una elevada creación de empleo.

4.2 Protección al inversor e integridad de mercado

La participación de inversores minoristas en los mercados de financiación privada

Hasta hace muy poco tiempo, los inversores minoristas estaban al margen de la inversión en los mercados privados de capital y deuda por tres motivos principales:

- i) Las restricciones regulatorias, que impedían a los minoristas la inversión en este tipo de activos.
- ii) Los elevados volúmenes mínimos de inversión que las gestoras imponían.
- iii) La falta de canales de distribución dirigidos a minoristas.

Los inversores institucionales continúan siendo, de manera muy mayoritaria, los principales proveedores de fondos de los mercados de financiación privada. Sin embargo, las recientes modificaciones normativas tanto en EE. UU. como en Europa, la innovación tecnológica (con las posibilidades de la tecnología *blockchain* para permitir la tokenización de participaciones en fondos) y las nuevas estructuras de fondos abiertos extienden las posibilidades de acceso de los inversores minoristas a la financiación privada, también en España. No se tiene constancia de la venta de exposiciones sintéticas, vía instrumentos derivados, al capital y deuda privados, pero en este caso los riesgos inherentes para los inversores minoristas aumentarían, al incluir el riesgo de crédito de las contrapartes de los derivados, y desde el punto de vista de la estabilidad financiera sí podrían alcanzarse niveles de exposición relevantes, como llegó a suceder en la crisis *subprime* con los activos inmobiliarios subyacentes de instrumentos estructurados.

En la Unión Europea, en 2023 el Parlamento Europeo aprobó modificaciones en la normativa sobre *European long-term investment funds* (ELTIF o fondos de inversión a largo plazo europeos, FILPE), diseñada para canalizar fondos a largo plazo con los que financiar las transiciones digitales y de sostenibilidad y que pueden ser claves en la financiación de pequeñas y medianas empresas, así como de proyectos a largo plazo en sectores tales como el transporte, las

infraestructuras, y la generación y distribución de energía sostenible. En España, la Ley 18/2022, de 28 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas (Ley Crea y Crece) permite a los minoristas la adquisición de participaciones con un mínimo de inversión que ha pasado a situarse en 10.000 euros, frente a los 100.000 euros anteriores (artículo 74 bis). Debe cumplirse además que el cliente reciba una recomendación de una entidad autorizada para la prestación del servicio de asesoramiento y que no se supere el 10 % de la cartera cuando el patrimonio financiero sea inferior a 500.000 euros.

El ecosistema *fntech* está comenzando a desarrollar varias iniciativas que tratan de proporcionar un canal de acceso directo entre gestoras e inversores minoristas, que ofrece la digitalización de la mayor parte del proceso de inversión e incluye, para las gestoras, las etapas de evaluación de los potenciales clientes, el cumplimiento de los requisitos de MiFID para este tipo de inversión, el cumplimiento de las normas de blanqueo de capitales y, finalmente, la adquisición una vez cumplidos los requisitos exigibles.

Menores niveles de liquidez y transparencia

Dadas las particulares características de la inversión en capital y deuda privados, esta incorporación potencial de los inversores minoristas debe efectuarse en un marco especial que atienda, cuanto menos, dos de los rasgos diferenciadores de esta actividad: la liquidez restringida durante periodos preestablecidos y su menor transparencia respecto a los mercados públicos. Para los propios supervisores, el paulatino desplazamiento de la actividad desde los mercados públicos a los privados podría tener consecuencias relevantes en relación con sus funciones supervisoras, por la menor información y el traslado de riesgos al segmento privado.

Estos dos rasgos diferenciadores inciden directamente en un aspecto crucial en la toma de decisiones de inversión: la correcta valoración de las participaciones en los fondos, ya que no existen mercados secundarios diarios para los activos de la cartera y, además, la venta de participaciones está limitada a ventanas predeterminadas. En situaciones de elevada volatilidad e incertidumbre, es normal que crezca la asincronía en las valoraciones de los mercados públicos y privados, lo que puede dar lugar a ventas de inversores institucionales que cuenten con ventanas de liquidez.

Las gestoras de capital y crédito privado internacionales (Blackstone y Goldman Sachs como pioneras) están lanzando fondos abiertos (fondos semilíquidos o *interval funds*) con mayores facilidades para la desinversión, al objeto de captar la inversión de minoristas. Las ventanas de liquidez de estos fondos abiertos se realizan al valor neto de los activos (NAV), lo que, dada la menor liquidez y falta de mercado secundario de referencia, deja en manos de las gestoras la valoración de estos reembolsos de capital. Es decir, para los minoristas se resolvería, al menos en ciertas ventanas temporales, el problema de la menor liquidez, pero se mantiene la complejidad de las valoraciones de las carteras. Novedosos son también los planes de Blackstone, Vanguard y Wellington para crear una alianza estratégica con el fin de lanzar fondos híbridos que incluirían activos públicos y privados dirigidos a inversores minoristas retirados y de alta renta.

Resulta fundamental, como ya lo están haciendo muchas entidades, que las propias gestoras y distribuidores de fondos refuercen las garantías y salvaguardas en la comercialización a los minoristas de participaciones en capital y deuda privados, aspecto este apreciado por los reguladores y supervisores de los países en que este tipo de financiación adquiere creciente importancia. La formación al inversor, aunque imprescindible, requiere de un periodo de tiempo prolongado y continuado para lograr su objetivo, por lo que es el propio sector el que más interés debe poner en una correcta comercialización, si quiere obtener una diversificación de fuentes de financiación continuada y alejada de potenciales problemas iniciados por una inadecuada comercialización.

Dificultad de valoración y asimetrías de información

Uno de los riesgos de la entrada de minoristas reside en las valoraciones, a causa de su mayor complejidad debido a: i) la menor liquidez y singularidad de las diferentes carteras de inversión de los gestores de capital privado; ii) la inexistencia, en muchas ocasiones, de compañías comparables; iii) la menor transparencia y, por último, iv) las elevadas valoraciones registradas en las últimas etapas antes de su salida a bolsa o venta a otra compañía. Además, los potenciales inversores se enfrentan a asimetrías en la información a la hora de determinar el precio de emisión, mientras que los propietarios cuentan con datos de carácter reservado sobre su negocio.

Cada cartera de cada fondo de capital privado presenta una unicidad no replicable, ya que las empresas/proyectos objeto de inversión suelen estar participados por un solo fondo y además no cotizan en mercados secundarios. Esto hace compleja la valoración para los inversores minoristas, tanto por la menor información como por la propia dificultad de los modelos de valoración de empresas, en cuyo precio de referencia se incluyen de manera muy determinante las expectativas futuras de negocio. Muchas de estas compañías son además disruptivas en su segmento, de manera que su valoración es aún mucho más compleja, ya que actúan en sectores con importantes economías de red, en las que la primera empresa se hace con el mercado (*winner takes it all*).

Como se ha comentado, es habitual que las *startups* realicen varias rondas de captación de capital desde su creación antes de proceder a la OPV o a la venta a una tercera empresa. En especial, la inversión en el denominado *late-stage venture*, que se corresponde con empresas que tienen ventas y EBITDA positivos y que pueden considerarse como empresas pre-OPV. Con frecuencia, la valoración de las *startups* experimenta importantes incrementos que coinciden con las expectativas de éxito de su plan de negocios. Estos aumentos de las valoraciones de las empresas antes de la OPV conllevan varios riesgos: que la valoración sea irreal y ponga en peligro tanto el propio éxito de la OPV como la rentabilidad de los accionistas que acuden a ella y de los inversores que participan en las últimas rondas pre-OPV, entre los que puede haber inversores minoristas animados por las altas valoraciones. Las elevadas valoraciones de *startups* alcanzaron máximos con el COVID-19, ya que se sobreestimó el potencial de los modelos de negocio de empresas con un importante componente de actividad digital. La superación de la pandemia ha tenido como resultado una revaluación de las expectativas de negocio digital y, en consecuencia,

un ajuste a la baja en las valoraciones. Esta corrección es más acusada en las compañías en fases avanzadas, ya que muchas cerraron rondas entre 2020 y 2022 a múltiplos muy elevados y fuera del mercado actual. Algunas empresas conocidas como *unicornios*, que llegaron a estar valoradas en más de 1.000 millones de dólares, han perdido esta condición e incluso tienen comprometida su capacidad de llegar a cifras de EBITDA, lo que ha dado lugar a que se las conozca como *zombicornios*. En ocasiones, cuando los unicornios acuden a nuevas rondas de financiación, se revisan sus modelos de negocio y las valoraciones pueden caer por un deterioro de sus expectativas.

Aunque las etapas de *late-stage* se han venido asimilando como pre-OPV, tanto por los volúmenes captados como por las altas valoraciones de las compañías, existe el riesgo de una falta de revisión y escrutinio asimilables a los que toda OPV conlleva por parte de los supervisores, las empresas auditoras y los bancos de inversión, y que supone un exhaustivo análisis de las cuentas y perspectivas de la compañía. Estas elevadas valoraciones pre-OPV pueden llevar a operaciones de salida a bolsa fallidas por un precio de salida muy elevado que además tenga un efecto desincentivador para los inversores de cara a nuevas OPV.

Como elemento indicativo del atractivo que las empresas en crecimiento suponen para el inversor minorista en el mercado español, de acuerdo con los datos sobre el comportamiento y características de los inversores minoristas en los mercados financieros en 2022 publicado por la CNMV, merece destacar la importante participación (superior al 35 % de las operaciones) de dichos inversores en el Ibex Growth Market 15, muy por encima del 6 % en el Ibex 35.

Posibles conflictos de intereses entre diferentes inversores

Uno de los potenciales conflictos de intereses a los que se enfrentarían las gestoras tiene su origen en una ejecución temporal dilatada de las inversiones de los vehículos, con entradas de inversores en ese periodo a diferentes valoraciones y una salida única de estas para todos los participantes. Este potencial conflicto de intereses se da porque, en ocasiones, las gestoras realizan inversiones antes de cerrar los vehículos de inversión y posteriormente, durante el periodo de captación, que tiene un horizonte temporal mayor que el de los fondos de inversión tradicionales. Cuando se liquidan las inversiones, el precio de salida es el mismo para todos los inversores, con independencia de su momento de entrada. Durante el periodo de colocación, la valoración de las inversiones tiende a variar en función de las expectativas de viabilidad de cada proyecto, sin que tampoco exista un valor de mercado de referencia. Por este motivo, en función del momento temporal de entrada, los precios pagados por cada inversor pueden ser diferentes sin que, especialmente los inversores minoristas, puedan contrastar su idoneidad. La aplicación de medidas antilutivas podría minimizar los potenciales conflictos de intereses. En este sentido, la CNMV viene aplicando el criterio de limitar a un máximo de 24 meses el periodo de captación de inversores y de establecer primas de equalización que garanticen un trato equitativo a todos ellos.

El descenso global de las salidas a bolsa dificulta una de las principales alternativas de desinversión del capital privado y deriva hacia los denominados *fondos de*

continuación, que posibilitan la entrada de nuevos inversores y la salida de los antiguos y cuyo activo incluye participaciones en empresas que no han podido salir a cotizar. En estos fondos, las gestoras se enfrentan a un potencial conflicto de intereses, al estar presentes tanto en el lado vendedor como comprador y dado que el precio de salida ofrecido a los inversores iniciales afectará a la rentabilidad futura de los nuevos inversores. Los periodos de alta incertidumbre y ajuste de las valoraciones —que además no son públicas— son especialmente sensibles a los sesgos de los precios ofrecidos a nuevos y viejos inversores.

4.3 Integridad de mercado: contagio de los mercados privados-públicos

Los gestores de capital y deuda privados no están obligados a liquidar posiciones en momentos de tensión en los mercados, forzados por los reembolsos de los inversores. Los vehículos de los mercados privados son cerrados y además invierten en activos no cotizados, que suelen reflejar con retraso (entre dos y tres trimestres) en sus valoraciones los descensos en los mercados públicos. Por lo tanto, desde el punto de vista de las variaciones de precios, no es tan probable que los mercados privados puedan generar tensiones en los públicos. En sentido contrario, las correcciones significativas en los mercados públicos sí pueden incidir en un menor ritmo de captación de fondos en los mercados privados y dificultar el proceso de desinversión mediante OPV.

Con respecto a los inversores institucionales, las pérdidas en los mercados privados sí pueden afectar a las rentabilidades globales y al valor de sus carteras, lo que podría comprometer sus obligaciones o su capacidad de inversión en otros segmentos o forzar liquidaciones de activos en mercados organizados. Por ello, los supervisores deben realizar un seguimiento de sus exposiciones y concentración a los mercados privados.

5 Conclusiones

Las siguientes conclusiones parten de las recogidas en el referido documento de trabajo de la CNMV: *Los mercados privados de capitales*, que se han ampliado para reflejar los efectos del incremento de la volatilidad e incertidumbre motivados por el aumento de aranceles anunciado por EE. UU. el pasado 2 de abril.

Los mercados de capital y deuda privados han experimentado un sostenido crecimiento, especialmente importante desde finales del año 2016 hasta 2022. Los elevados niveles de capital disponible en este periodo han permitido financiar las etapas más maduras de las empresas sin necesidad de acudir a las salidas a bolsa y, además, realizar operaciones de capital y deuda de mayor volumen, que han hecho posible financiar empresas de mayor tamaño.

Los mercados privados de capital y deuda se han convertido en herramientas muy importantes y complementarios de los mercados públicos para la financiación de empresas de pequeño tamaño o de sectores innovadores que, además, tienen dificultades para acceder a la financiación bancaria tradicional. El crecimiento del crédito privado ha estado, en buena parte, sustentado por la retirada de los bancos de la financiación de las operaciones apalancadas en respuesta a los cambios normativos tras la crisis de 2008 y el mayor consumo de capital de los préstamos a pymes.

El importante desarrollo de los mercados privados observado durante los últimos años constituye algo más que un hecho coyuntural y excepcional, aunque no puedan sostenerse los niveles de crecimiento pasados. Tiene su origen en las modificaciones normativas de las entidades de crédito tras la gran crisis financiera y en cambios estructurales en las empresas demandantes de financiación. Si bien el entorno de bajos tipos de interés ha favorecido la entrada de inversores y fondos a los mercados privados, especialmente de capital, las preferencias por este tipo de financiación del ecosistema de empresas tecnológicas y de salud, las modificaciones normativas que han supuesto la retirada de los bancos de la financiación de determinadas empresas, los costes de información de las empresas cotizadas y el estilo de gobierno de las empresas de la nueva economía, con menores necesidades de capital fijo, constituyen una base sólida para el mantenimiento de la importancia de los mercados privados. Tal y como destaca el informe Draghi, la financiación bancaria, con sus costes de capital asociados, no es la más idónea para la financiación de empresas innovadoras y es en esta área en la que el capital y la deuda privados juegan y pueden jugar un papel determinante, como ha demostrado EE. UU. Una nueva vía de investigación sería el análisis y seguimiento de los potenciales efectos de un descenso en la asignación de fondos privados sobre el desarrollo de la industria y, en su caso, sus posibles efectos sistémicos.

Sin embargo, el aumento de la volatilidad e incertidumbre en los mercados (como ha sucedido, tras el anuncio de incremento de aranceles del pasado 2 de abril) puede afectar negativamente tanto a las nuevas operaciones de inversión como a las vías tradicionales de desinversión vía OPV y fusiones. Asimismo, puede verse afectada la entrada de nuevos inversores, a lo que se une la necesidad de revisar y reducir las asignaciones a los mercados privados por parte de los inversores ya presentes debido al efecto denominador, que ante descensos de precios en los mercados públicos sobrepondera las asignaciones en los mercados privados, que habría que reducir.

Los entornos de subidas de tipos de interés, como el observado a principios de 2022, y coyunturas con elevada incertidumbre pueden ralentizar la entrada de nuevos fondos a los mercados de capital privado, alargar los periodos de comercialización y repercutir negativamente en las valoraciones de las empresas participadas, así como reducir la creación de valor vía apalancamiento. El segmento del crédito privado ha venido expandiéndose y ha doblado su tamaño desde 2019, sustentado por un trasvase del negocio de préstamos apalancados desde los bancos al crédito privado, los préstamos directos y las crecientes alianzas entre la banca y las gestoras. No obstante, en las primeras semanas tras el 2 de abril, se ha observado una reducción en las emisiones de bonos de alto riesgo en los mercados de EE. UU. y un endurecimiento en las condiciones de los préstamos apalancados, con un incremento de los diferenciales de crédito unido a una ralentización de las operaciones.

Desde un punto de vista supervisor, los mercados privados deben ser objeto de un adecuado seguimiento por parte de las autoridades por su creciente importancia y por las interrelaciones con las empresas de la nueva economía, bancos y aseguradoras, mercados regulados e inversores minoristas. En el área del crédito privado, empiezan a observarse de manera más frecuente interrelaciones y alianzas entre gestoras privadas y bancos y compañías de seguros, que permiten al crédito privado ocupar toda la cadena de valor crediticia desde la originación, sindicación y estructuración hasta la distribución. No son ya una novedad las alianzas entre gestoras de deuda privada y bancos de inversión, en las que son las gestoras las que proveen de fondos, reduciéndose el papel de los bancos a la identificación de potenciales clientes y el contacto con ellos. Es previsible que también se produzcan alianzas entre gestoras privadas y fondos de inversión tradicionales para la distribución de productos alternativos a una base más amplia de inversores. Si bien hoy en día y por la evolución de los volúmenes de activos gestionados no estarían representando una amenaza sistémica inmediata, deben mantenerse los procedimientos de seguimiento de la actividad, muy especialmente en periodos de elevada incertidumbre como el observado desde el 2 de abril de 2025, en los que se ven afectadas las valoraciones de las carteras y la solvencia de los prestatarios. Aunque se ha observado una reducción en la utilización del apalancamiento como creador de valor en favor de las mejoras operativas, junto con un incremento de las operaciones de compras *add-on* sin utilización de endeudamiento, es necesario analizar y supervisar las relaciones con las entidades de crédito y otros agentes de la actividad financiera regulada y el incremento en los niveles de endeudamiento de las empresas objeto de las adquisiciones. En especial, debe vigilarse que no se rebajen las exigencias de calidad crediticia en la financiación de las LBO (*race to the bottom*) por la competencia de los bancos con el crédito privado. Asimismo, es preciso observar la evolución del volumen de préstamos solicitados por las gestoras y garantizados

por el valor de sus activos (*NAV loans*), y las implicaciones de estas operaciones para las entidades de crédito. Por último, también deben evaluarse las crecientes interrelaciones entre los gestores de capital privado y las aseguradoras y cómo podría impactar la adquisición de activos ilíquidos en los compromisos de las pensiones privadas.

En relación con la protección al inversor minorista, deben establecerse cautelas en la comercialización de instrumentos de capital y deuda privados por sus especiales características de menor liquidez e información, lo que dificulta sus valoraciones y podría suponer una potencial fuente de conflictos de intereses entre las gestoras y los diferentes inversores. El difícil entorno de captación de fondos está llevando a muchas gestoras a buscar a los inversores minoristas como diversificación por su gran margen de crecimiento, con planes para lanzar fondos híbridos con activos públicos y privados. Sin dudar de las potenciales ventajas de diversificación de la inversión de capital y deuda privados, se hace necesario un esfuerzo de educación financiera dirigido a los inversores minoristas, tradicionalmente al margen de este tipo de activos, para que comprendan las particularidades de esta modalidad de inversión y que les permita reconocer las ventajas que supone contar con nuevas alternativas de inversión en los mercados, pero también sus limitaciones. En especial, cuando parece que las empresas en crecimiento representan un atractivo para los inversores minoristas, como así demuestra su significativa participación en la negociación de BME Growth. Las elevadas valoraciones observadas en las empresas más maduras pueden suponer un doble riesgo: por un lado, la entrada de minoristas a precios con muy poco recorrido y, por otro, el fracaso de las salidas a bolsa de estas compañías y el efecto contagio a otras OPV ulteriores. Adicionalmente, las bolsas europeas tienen que hacer frente a una creciente competencia por la captación de OPV por parte de Nasdaq y de NYSE, especialmente intensa en las empresas participadas por el *venture capital* de empresas tecnológicas, donde además alcanzan unas valoraciones más elevadas.

La falta de salidas a bolsa, previsiblemente agravada por la incertidumbre creada por los aranceles, está dificultando la desinversión de las carteras de capital privado y alargando el periodo medio de mantenimiento unos dos años adicionales a los siete años de media anteriores. Esta circunstancia lleva a la utilización de fondos de continuación para dar liquidez a los inversores iniciales, lo que permite la entrada de nuevos inversores y su acceso a las empresas en cartera, momento en el cual se producen conflictos de intereses en las gestoras por la valoración de las participaciones.

Con respecto al capital privado español, hay que destacar que mantiene unos niveles de inversión en relación con el PIB muy similares a la media de Europa y mejores que otros países como Alemania. El destino sectorial de las inversiones también es muy parejo respecto a las medias observadas en Europa y, al igual que sucede en el continente, una gran mayoría de las inversiones —el 80 % en el caso de España— procede de gestoras extranjeras. Esta dependencia del capital extracomunitario, sobre todo estadounidense, es especialmente significativa para las rondas de financiación de las empresas más maduras y que necesitan mayores volúmenes de fondos. Este relevante flujo de fondos proveniente desde EE. UU. podría verse afectado negativamente si las gestoras de ese país deciden priorizar sus inversiones locales o si ven reducidas las nuevas aportaciones de países terceros, como China, o verse

compensado si los países del sudeste asiático optaran por redirigir sus asignaciones a Europa. Idéntico porcentaje se observa en el crédito privado, donde el 80 % de los préstamos a compañías europeas procede de fondos extracomunitarios. Esta es una de las consecuencias de la falta de escala de los mercados de capitales europeos frente a los de EE. UU. debido a su fragmentación, señalada también por los informes Draghi y Letta.

Referencias bibliográficas

Aldasoro, I., Doerr, S. y Zhou, H. (2022). «Non-bank lenders in the syndicated loan market». BIS, *BIS Quarterly Review*, marzo.

Aramonte, S. y Avalos, F. (2021). «The rise of private markets». BIS, *BIS Quarterly Review*, diciembre. Disponible en: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2112e.pdf

Ares (2020). *The Rise of Private Markets: Secular Trends in Non-Bank Lending and Their Economic Implications*. Febrero. Disponible en: <https://www.calpers.ca.gov/docs/board-agendas/202207/full/day1/03-c-01-private-debt-background2-a.pdf>

Bain & Company (2023). «Global Private Equity Report. Why Private Equity Is Targeting Individual Investors». Febrero. Disponible en: <https://www.bain.com/insights/why-private-equity-is-targeting-individual-investors-global-private-equity-report-2023/>

Bain & Company (2024). *Global Private Equity Report 2024*.

Barber, F. y Goold, M. (2007). «The Strategic Secret of Private Equity Why “buying to sell” can generate a much higher return on investment than the public company practice of “buying to keep”». *Harvard Business Review*.

Begum, E., Kant, R., Miller, A. y Sprague, K. (2016). «Grow fast or die slow: Why unicorns are staying private». McKinsey & Company. Mayo.

Berkner, M., Kaufman, J. y Foster, J. (2019). «Dual-Track Processes: How to Turbocharge Your Exit». Harvard Law School forum on corporate governance.

Bernstein, S., Lerner, J. y Mezzanotti, F. (2019). «Private equity and financial fragility during the crisis». *Review of Financial Studies*, Vol. 32, n.º 4, pp. 1.309-1.373.

BIS (s.f.). «Credit from All sectors to Non-financial corporations at Market value, US dollar, Adjusted for breaks».

BlackRock (2023). *Private debt: a primer*. Noviembre.

Bloomberg (2023). *Private equity's latest money-making trade: Buying its own debt*. Abril.

Boston Consulting Group (2021). *Potencial del Capital Privado para las aseguradoras y fondos de pensiones*. Enero.

Brau, J. C. y Fawcett, S. E. (2006) «Initial public offerings: An analysis of theory and practice». *Journal of Finance*, Vol. 61, pp. 399-436.

CNMV (2023). *Análisis del comportamiento de los inversores minoristas en los mercados financieros del 2019 al 2022*.

CNMV (2024). *Preguntas y respuestas sobre la normativa de IIC, ECR y otros vehículos de inversión colectiva cerrados*.

De Mol, A., Ramaswami, I., Rainey, B., Habbel, M. y Skolnik, O. (2023). *Global Private Equity Report Why Private Equity Is Targeting Individual Investors*. Bain & Company.

Dealroom (2024). *The Spanish tech ecosystem Report 2024*. Disponible en: <https://dealroom.co/reports/the-spanish-tech-ecosystem-report-2024>

Draghi, M. (2024). *The future of European competitiveness*.

Eccles, R.G., Shandal, V., Young, D. y Montgomery, B. (2022). «Private Equity Should Take the Lead in Sustainability». *Harvard Business Review*, julio-agosto.

Eccles, R.G., Shandal, V., Young, D. y Montgomery, B. (2022). «Private Equity Should Take the Lead in Sustainability». *Harvard Business Review*, julio-agosto.

Erdogan, B., Kant, R., Miller, A. y Sprague, K. (2016). «Grow fast or die slow: Why unicorns are staying private». Mayo.

European Central Bank (2007). *Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU*. Abril.

European Central Bank (2017). *Guidance on leveraged transactions*. Mayo. Disponible en: https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.leveraged_transactions_guidance_201705.en.pdf

Ewens, M. y Farre-Mensa, J. (2019). *The Deregulation of the Private Equity Markets and the Decline of IPOs*. NBER, Working Paper 26317. Disponible en: <http://www.nber.org/papers/w26317>

EY (2022). «EY Global IPO trends 2022». Disponible en: <https://www.ey.com/content/dam/ey-unified-site/ey-com/en-gl/insights/ipo/documents/ey-global-ipo-trends-2022-v1.pdf>

EY (2023a). *I Estudio de la rentabilidad de los fondos de capital privado en España 2021*.

EY (2023b). *II Estudio de la rentabilidad de los fondos de capital privado en España 2022*.

Financial Stability Board (2023). *The Financial Stability Implications of Leverage in Non-Bank Financial Intermediation*. Septiembre.

Financial Times (2023a). «EU tightens rules on leverage for private credit funds». 23 de julio.

Financial Times (2023b). «Private equity firms offer sweeteners to lure reluctant investors». 7 de Agosto. Disponible en: <https://www.ft.com/content/05bod935-678b-418c-8a86-b1a99bbo45ea>

Financial Times (2023c). «Private equity firms pivot away from traditional buyouts». 24 de septiembre.

Financial Times (2023d). «UK regulator to launch review of private market valuations». 27 de septiembre.

Financial Times (2023e). «Moody's warns of 'systemic risk' from leveraged lending market». 28 de septiembre.

Gunter, E., Latour, A. y Maquire, J. (2021). «Private Debt: A lesser-known corner of finance finds the spotlight». S&P Global. Disponible en: <https://www.spglobal.com/en/research-insights/featured/special-editorial/private-debt>

Gurley, B. (2015). «Investors Beware: Today's \$100M+ Late-stage Private Rounds Are Very Different from an IPO». Disponible en: <https://abovethecrowd.com/2015/02/25/investors-beware/>

Harris, R. S., Jenkinson, T. y Kaplan, S. (2012). «Private Equity Performance: What Do We Know?». *Journal of Finance*.

IOSCO (2023). *Thematic Analysis: Emerging Risks in Private Finance Final Report*.

Jensen, M.C. (1989). «Eclipse of the public corporation». *Harvard Business Review Magazine*. Septiembre-octubre.

Jensen, M.C. (1993). «The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems». *The Journal of Finance*, pp. 831-880.

Kaplan, S. y Schoar, A. (2005). «Private equity performance: return, persistence and capital flows». *Journal of Finance*, Vol. LX, n.º 4, pp. 1.791-1.823. Disponible en: <https://web.mit.edu/aschoar/www/KaplanSchoar2005.pdf>

Kaplan, S. y Strömberg, P. (2009). «Leveraged buyouts and private equity». *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23, pp. 121-146.

Latour, A. (2021). «Covenant-lite deals exceed 90 % of leveraged loan issuance, setting new high». S&P Global. Disponible en: <https://www.spglobal.com/market-intelligence/en/news-insights/articles/2021/10/covenant-lite-deals-exceed-90-of-leveraged-loan-issuance-setting-new-high-66935148>

Lukatsky, M. (2022). «Leveraged loan financing for LBOs deteriorates as cost of debt rises». Pitchbook, octubre. Disponible en: <https://pitchbook.com/news/articles/leveraged-loan-financing-for-lbos-deteriorates-as-cost-of-debt-rises>

McKinsey & Company (2023). *Global Private Markets Review 2023: Private markets turn down the volume*.

McKinsey & Company (2024). *Private markets: a slower era*.

McKinsey & Company (2024). The next era of private credit.

Moonfare (2023). *Navigating Private Equity Value Creation Primer*.

Nadauld, T., Sensoy, B. A., Vorkink, K. y Weisbach, M. S. (2016). *The Liquidity Cost of Private Equity Investments: Evidence from Secondary Market Transactions*.

Oliver Wyman (2023). *Clean Energy Startups Radar*.

Phalippou, L. (2024). The Trillion Dollar Bonus of Private Capital Fund Managers.

Pitchbook (2022). «European PE breakdown».

PitchBook (2023a). «The evolution of private markets secondaries».

Pitchbook (2023b). «Private equity vs. venture capital: What's the difference?». Pitchbook Blog, febrero. Disponible en: <https://pitchbook.com/blog/private-equity-vs-venture-capital-whats-the-difference>

Simmons & Simmons (2022). «Recent Spanish tax developments impacting dividend recaps». Disponible en: <https://www.simmons-simmons.com/en/publications/cl8lgik425q43ob24svyk3ktm/recent-spanish-tax-developments-impacting-dividend-recaps>

The Economist (2023). «Big business. Goliath's triumph». 26 de agosto.

The Economist (2024). «Private Markets. In for a trillion». 27 de enero.

Análisis de las carteras de los inversores minoristas en el mercado de renta variable español durante los años 2020 a 2024

Guillermo Cambroneró Pérez (*)
Daniel García Ruiz

(*) Los autores pertenecen al Departamento de Estudios y Estadísticas – Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales de la CNMV.

Índice

Resumen	121	
1	Introducción y motivación del estudio	125
2	Descripción de la muestra de datos	129
3	Principales métricas de las carteras en el periodo 2020-2024	133
3.1	Principales aspectos en el conjunto del periodo	133
3.2	Principales métricas en 2024	140
3.3	Análisis de las características de los inversores que batieron al Ibex 35 y el IPC de forma sostenida	143
4	Factores explicativos de la revalorización anual de las carteras	145
4.1	Determinantes de la revalorización anual	145
4.2	Determinantes de la probabilidad de obtener un rendimiento superior al del Ibex 35	147
4.3	Determinantes de la probabilidad de obtener un rendimiento superior al IPC	149
5	Conclusiones	151
Bibliografía	153	

Índice de gráficos

Gráfico 1	Presencia de los inversores minoristas respecto del total de la negociación sobre los valores del Ibex 35 en las bolsas españolas	126
Gráfico 2	Número de carteras analizadas cada año durante el periodo de estudio (2020-2024)	130
Gráfico 3	Volumen del total de carteras por sector entre los años 2020 y 2024	132
Gráfico 4	Volumen mediano de las carteras entre los años 2020 y 2023	133
Gráfico 5	Revalorización promedio de los inversores minoristas y evolución del Ibex 35 y del IPC	135
Gráfico 6	Revalorización anual promedio según el número de valores que componen la cartera	136
Gráfico 7	Evolución del Ibex 35 y del IPC y porcentaje de inversores minoristas que los superan en el rendimiento de sus carteras	137
Gráfico 8	Distribución de las carteras por sector durante los años 2020 a 2024	137
Gráfico 9	HHI según edad y género de los inversores	139
Gráfico 10	Revalorización promedio por género y por grupos de edad en 2023	140
Gráfico 11	Riesgo promedio asumido por los inversores minoristas entre 2020 y 2024	140
Gráfico 12	Revalorización promedio por género y por grupos de edad en 2023	141
Gráfico 13	Relación entre el riesgo y el nivel de concentración de las carteras en 2024	142
Gráfico 14	Volumen de las carteras y riesgo asumido por los inversores minoristas en 2024	142
Gráfico 15	Inversores que superaron al Ibex 35 de manera sostenida entre 2020 y 2024	144
Gráfico 16	Inversores que superaron el IPC de manera sostenida entre 2020 y 2024	144

Índice de cuadros

Cuadro 1	Estadísticas descriptivas de la muestra de datos	131
Cuadro 2	Análisis de la revalorización anual de las carteras	146
Cuadro 3	Análisis de la probabilidad de batir al Ibex 35	148
Cuadro 4	Análisis de la probabilidad de batir el IPC	150

Resumen

En este estudio se realiza un **análisis de las decisiones de inversión de los inversores minoristas** en el mercado de renta variable español entre los años 2020 y 2024, identificando las características de sus carteras y su rendimiento a lo largo del periodo de estudio. Para ello, se han tomado los datos de las transacciones realizadas por los inversores minoristas con acciones del Ibex 35 a lo largo de esos cinco años. Este lapso abarca **diferentes fases de los mercados financieros**, marcadas por la pandemia del COVID-19, que generó grandes turbulencias en los mercados financieros, incluidos momentos de elevada volatilidad y pronunciadas caídas de las cotizaciones. Tras este episodio, los mercados fueron recuperándose gradualmente, hasta alcanzar una nueva etapa de estabilidad.

Los resultados del informe vienen acompañados de la **publicación de un cuadro de mandos interactivo¹ (dashboard)**, accesible desde cualquier dispositivo electrónico a través de la web oficial de la CNMV. Este cuadro permite visualizar los principales gráficos dinámicos presentados en el estudio y ofrece al usuario la posibilidad de personalizarlos mediante la selección de diferentes variables como el año, el sector al que pertenecen las empresas en las que invierten o las características del inversor, como el género y la edad. De esta manera, el usuario tiene la libertad de ajustar la información a sus necesidades concretas y se le permite una visualización más eficiente de los datos. En el futuro, está previsto actualizar periódicamente el cuadro con los datos de los próximos periodos.

A pesar de la extensa bibliografía que desde hace años recomienda la diversificación de las carteras como estrategia para reducir el riesgo y obtener rentabilidades positivas de manera sostenida en el tiempo, diversos estudios revelan que una gran parte de los inversores minoristas **tienden a concentrar en gran medida sus inversiones**. España no es ajena a esta tendencia, ya que el promedio de valores por inversor entre 2020 y 2024 fue de 1,98, con un alto porcentaje de carteras compuestas de un único valor. En 2020, este porcentaje fue del 60,3 %, experimentando ligeras oscilaciones en los siguientes años, hasta terminar 2024 con un porcentaje muy similar al del comienzo del periodo de estudio, del 60,4 %.

Por este motivo, el **HHI² (Índice de Herfindahl-Hirschman) promedio sectorial** durante el periodo tomó un valor cercano a 1 (0,83), lo que refleja una baja diversificación de las carteras. A lo largo de los 5 años, el índice mostró muy poca variación, manteniéndose entre 0,83 y 0,84. Este índice se utiliza comúnmente para

1 [Dashboard](#) de cartera de minoristas.

2 Se calcula como la suma de los cuadrados del peso de los sectores a los que pertenecen los valores que conforman las carteras. Este índice toma valores entre 0 y 1, de forma que si el valor se aproxima a 0 indica una alta diversificación, mientras que si se aproxima a 1 indica una baja diversificación de la cartera.

cuantificar el poder de mercado de las empresas, pero, en este caso, permite analizar el peso de los diferentes sectores dentro de las carteras de los inversores según el volumen destinado a cada uno.

El **sector predominante** en el que operaron los inversores minoristas entre los años 2020 y 2024 fue el financiero, con un peso de entre el 34,2 % y el 38,9 % del volumen total de las carteras. Lo siguió el sector de la energía, con una participación que osciló entre el 21,9 % y el 26,3 %. No obstante, las trayectorias de ambos sectores fueron muy diferentes: mientras que el peso del sector financiero aumentó de manera progresiva desde 2021, la participación del sector energético fue disminuyendo. El tercer sector con mayor representación fue el industrial, cuya participación varió entre el 13,1 % registrado en 2020 y el 17,4 % de 2024.

Otro aspecto destacable es la **evolución de los volúmenes de las carteras**, que ha mostrado un patrón irregular en el periodo. Tras experimentar un aumento de 2020 a 2021 (desde 4.701 hasta 4.992 euros), el volumen mediano disminuyó en 2022, situándose en 4.878 euros. Sin embargo, en 2023 se produjo un incremento notable, alcanzando un volumen mediano de 5.509 euros, igual que en el último año del estudio, para terminar el periodo en 5.629 euros.

A pesar del alto nivel de concentración en las carteras, **los resultados a lo largo del periodo fueron positivos**. De hecho, el porcentaje de inversores que obtuvo resultados superiores a la variación del Ibex 35 osciló entre el 42,6 % y el 61,5 % durante los 5 años. En el conjunto del periodo, más de la mitad de los inversores minoristas (el 53,1 %) lograron una revalorización promedio superior a la variación de este índice. La variación promedio del Ibex 35 fue del 4,9 %, mientras que la revalorización promedio de los inversores fue del 7,8 %.

El **12,5 % de los inversores minoristas obtuvo resultados superiores a la variación del Ibex 35 de forma sostenida** durante los 5 años que componen el análisis, y **un 5,7 % lo hizo respecto al IPC**. Las carteras de este grupo de inversores se caracterizaron por su volumen significativamente superior al promedio. Así como el volumen mediano del total de carteras fue de 5.112 euros, en el grupo de inversores que superaron al Ibex 35 de forma sostenida alcanzó los 16.267 euros. En el grupo de inversores que superaron al IPC durante todo el periodo, el volumen mediano fue aún mayor, de 18.017 euros. Estos datos sugieren que se trataba de inversores con una mayor información que el inversor promedio y que, por este motivo, destinaron una cantidad de capital superior a sus carteras. Además, este grupo de inversores mostró una mayor inclinación por el sector financiero, con una participación del 82,1 % dentro del volumen de las carteras de los inversores que superaron al Ibex 35 y del 63,8 % dentro del volumen de las carteras de los inversores que lograron rendimientos superiores de manera sostenida respecto al IPC.

En términos generales, **las mujeres lograron una revalorización más alta que los hombres** en la mayoría de los grupos de edad durante todo el periodo. Estas diferencias fueron creciendo a lo largo del tiempo. De hecho, en 2023 los resultados obtenidos por las mujeres fueron superiores a los de los hombres en todos los grupos de edad. Esta diferencia de rentabilidad no parece explicarse por una mayor asunción de riesgo, ya que ambos grupos registraron valores similares de riesgo a lo largo de todo el periodo.

En conclusión, el presente estudio analiza en detalle las características de las carteras de los inversores minoristas en los mercados de renta variable españoles en los últimos años, así como las de los propios inversores. Se observa que **la mayoría de las carteras son de un volumen reducido y se encuentran muy concentradas**. A pesar de ello, **sus rendimientos han sido favorables**. El análisis econométrico refleja una relación positiva entre la revalorización y la concentración de la cartera e inversa respecto al volumen y riesgo de esta. También se observa cómo las mujeres, siendo alrededor de una cuarta parte de los inversores, lograron rendimientos superiores a los de los hombres. Por último, analizando los sectores en los que invirtieron, se aprecia cómo los inversores minoristas aprovecharon la buena evolución experimentada por el sector financiero a causa de la política monetaria del momento, con un gran porcentaje de inversores que únicamente invirtieron en este sector.

El presente estudio, focalizado en un análisis a corto plazo, ofrece resultados de gran valor para el periodo, si bien la naturaleza temporal de los datos limita la capacidad para obtener conclusiones que se extiendan a un contexto más prolongado. En este sentido, resultaría interesante extender el horizonte temporal del análisis, al igual que añadir ciertas variables relacionadas con la renta y los conocimientos financieros de los inversores, que, por el momento, no ha sido posible incluir debido a las propias características de los datos.

1 Introducción y motivación del estudio

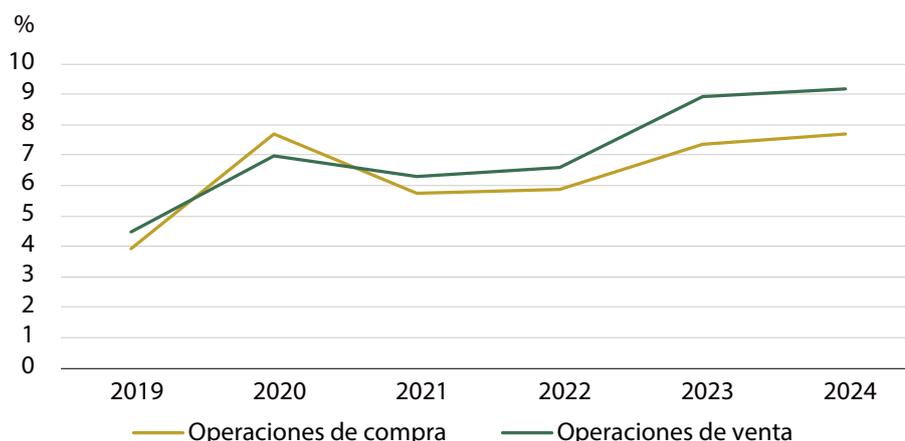
En los últimos años, la participación de los inversores minoristas en los mercados de valores ha experimentado un notable crecimiento, impulsada por factores como la proliferación de las plataformas de inversión en línea y la globalización de los mercados. En particular, a raíz de la pandemia, muchos inversores vieron aumentar sus ahorros como resultado de la disminución del consumo y, aprovechando esta situación, decidieron adentrarse en la negociación en los mercados. Como resultado, el comportamiento de los inversores minoristas ha ido captando una creciente atención tanto a nivel nacional como internacional. Las decisiones de inversión de los inversores minoristas, tanto en términos de activos como de estrategias adoptadas, han revelado patrones relevantes que merecen ser analizados en profundidad.

Diversos estudios han abordado el crecimiento de la participación de los inversores minoristas en los mercados a raíz de la pandemia del COVID-19 (Ortmann, Pelster y Wengerek, 2020). En 2022, la CNMV publicó un estudio sobre la evolución de la negociación de los inversores minoristas en el mercado de renta variable español durante 2019 y 2020. Al mismo tiempo publicaba un cuadro de mandos o *dashboard* interactivo en el que se mostraban los datos analizados. Desde la publicación de ese estudio, el cuadro de mandos se ha ido actualizando con los datos de los años siguientes, de forma que reúne datos desde 2019 hasta 2024.

A partir de los resultados obtenidos se observaba cómo, en los últimos años, la participación de los inversores dentro del volumen total de negociación sobre acciones que cotizan en el Ibex 35 ha ido aumentando de manera significativa. En 2019, antes del inicio de la pandemia, la presencia de los inversores minoristas dentro de las operaciones de compra era del 4,0 %, mientras que en el caso de las operaciones de venta era del 4,5 %. Con la irrupción de la pandemia y el periodo de confinamiento, su participación aumentó hasta el 7,7 % en las compras y el 7,0 % en las ventas. Tras este *shock*, en 2021 estos porcentajes disminuyeron, aunque se mantuvieron por encima de los valores registrados prepandemia. A partir de 2022, la participación de los inversores minoristas retomó una tendencia ascendente, alcanzando en 2023 una participación del 7,5 % dentro del total de compras y del 9,1 % dentro del total de ventas.

Presencia de los inversores minoristas respecto del total de la negociación sobre los valores del Ibex 35 en las bolsas españolas

GRÁFICO 1



Fuente: CNMV.

Por ello, dada la creciente influencia de los inversores minoristas dentro de la negociación sobre valores del Ibex 35, resulta relevante analizar sus decisiones de inversión a través de la composición de sus carteras y seguir su evolución a lo largo del tiempo. Además, ante la diferente evolución que ha tenido el Ibex 35 durante estos últimos años, resulta de especial interés examinar las decisiones de aquellos inversores que han superado al índice de forma sostenida durante los cinco años. Los resultados e información obtenidos en el estudio pueden también ser beneficiosos de cara a la consecución del objetivo de protección al inversor minorista que tiene la CNMV.

En este estudio se analizan las características de las carteras de los inversores minoristas en valores del Ibex 35, así como su revalorización o depreciación durante el periodo comprendido entre 2020 y 2024. En particular, se presta especial atención a aquellos inversores que han obtenido resultados favorables de manera sostenida a lo largo de los años que componen el estudio. Se realiza un análisis de la composición de sus carteras y su rendimiento al cierre de cada año. También se profundiza en el análisis de las características del inversor, como el género o la edad. A partir de la información disponible, se elaboran diferentes regresiones con el objetivo de identificar aquellos factores que podrían estar relacionados con la consecución de un rendimiento favorable.

El trabajo persigue varios objetivos principales: i) analizar cómo configuran sus carteras los inversores minoristas según el género y grupo de edad al que pertenecen, ii) evaluar el rendimiento de las carteras al final de cada año, iii) identificar el porcentaje de inversores que han batido a índices de referencia de manera sostenida a lo largo del periodo de estudio y analizar sus decisiones de inversión y iv) determinar qué factores y características tienen un mayor impacto en la revalorización de las carteras.

Los datos utilizados en el presente estudio se encuentran publicados de manera agregada en un cuadro de mandos interactivo accesible en la web oficial de la CNMV, en el cual se permite al usuario modificar las diferentes variables de los gráficos según sus necesidades particulares. De esta manera, se puede acceder a los datos de forma intuitiva y ajustada a las preferencias del usuario. El cuadro de mandos se irá actualizando periódicamente con los datos de los próximos trimestres.

En la segunda sección de este informe se detalla la muestra de datos utilizada para el análisis. En las secciones siguientes, se analizan las características de las carteras y su desempeño a lo largo del periodo de estudio, prestando especial interés al grupo de inversores que obtuvo rendimientos favorables de manera sostenida a lo largo del periodo. Posteriormente se realiza un análisis estadístico con el fin de determinar aquellos factores que podrían explicar el rendimiento de la cartera y, para terminar, se presentan las conclusiones del estudio y se proponen posibles líneas de investigación futura.

2 Descripción de la muestra de datos

En esta sección se describe la muestra de datos empleada para llevar a cabo el análisis. La muestra está compuesta por la información de la que dispone la CNMV debido a la normativa MiFIR sobre las transacciones de los inversores minoristas. Esta incluye las decisiones de compra y venta de valores del Ibex 35 entre 2020 y 2024, así como indicadores descriptivos de dichos inversores como la edad o el género. A partir de esta información se han reconstruido las carteras de cada inversor al final de cada periodo y se ha calculado su revalorización anual y un indicador de riesgo, utilizando información sobre los precios de las acciones y del Ibex 35 a través del proveedor de datos comercial Refinitiv. También se ha acudido al Banco Central Europeo (BCE) y al Instituto Nacional de Estadística (INE) para obtener otros datos adicionales.

Este trabajo se lleva a cabo con el objetivo de analizar el comportamiento de los inversores minoristas en los mercados financieros y examinar cómo sus decisiones han impactado en los rendimientos obtenidos. Para ello se han tomado los datos de las operaciones realizadas por inversores minoristas sobre acciones del Ibex 35 durante el periodo comprendido entre 2020 y 2024. Para la elaboración del estudio se ha considerado como *inversor minorista* a cualquier persona física, sin importar su grado de conocimientos o experiencia a la hora de invertir. Esta definición se aparta ligeramente de la establecida en la normativa vigente, ya que la Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, en su artículo 192, realiza una distinción entre clientes minoristas y profesionales. En el artículo 204 desarrolla que los clientes profesionales son «aquellos a quienes se presume la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos»; y en el artículo 193, que los clientes minoristas son «aquellos que no sean profesionales». Sin embargo, con fines analíticos, se ha optado en este estudio por agrupar a todas las personas físicas en la categoría de inversores minoristas, independientemente de su nivel de conocimientos o su grado de experiencia.

De acuerdo con la regulación MiFIR (Reglamento (UE) n.º 600/2014) en su artículo 26, las empresas de servicios de inversión que lleven a cabo operaciones con instrumentos financieros deberán comunicar dichas transacciones a la autoridad competente. Los datos utilizados en este análisis proceden —como se ha indicado anteriormente— de la información obtenida a través de las comunicaciones de operaciones y registros de órdenes por parte de las empresas de servicios de inversión, la base de datos de referencia de instrumentos financieros (FIRSD), la base de datos estadística del BCE y la Estadística del Padrón Continuo elaborada por el INE.

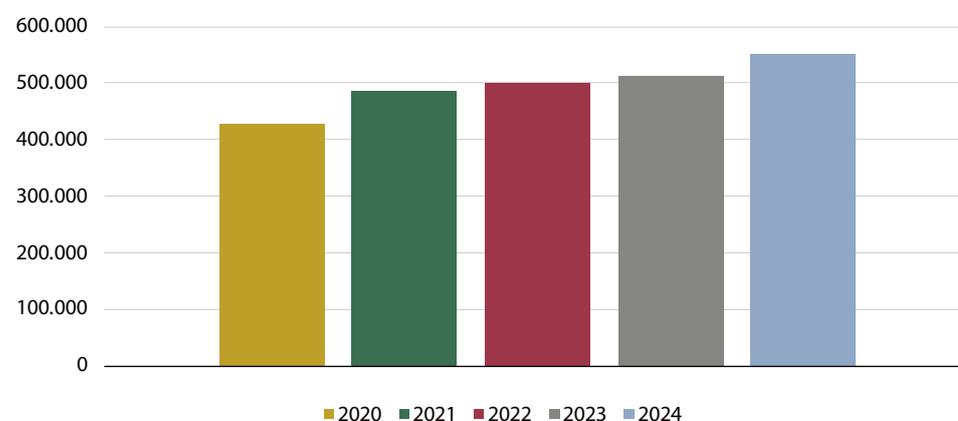
Los datos empleados en la elaboración de este estudio han superado los controles previstos en la normativa aplicable para su incorporación en sus bases de datos. Sin embargo, se han implementado una serie de controles de calidad adicionales y

predefinidos, por si pudieran existir pequeños errores o incongruencias, que permiten la obtención del conjunto de datos de manera fiable, coherente, automatizada y estandarizada. En ocasiones, la estructura del reporte regulatorio no es la óptima de cara a la elaboración de estudios. Por ello, a los controles previamente mencionados se suma la transformación de los datos con el fin de obtener una distribución adecuada para que la ejecución del proceso de análisis sea lo más eficiente posible.

El análisis presentado en los siguientes epígrafes se elabora a partir de los datos de negociación de los inversores minoristas sobre los valores del Ibex 35. Se consideran únicamente las operaciones realizadas en cuentas individuales, ya que no es posible estudiar ciertas clasificaciones demográficas, como el género y la edad del inversor, en cuentas con titularidad compartida. La información recopilada abarca desde el 1 de enero de 2020 hasta el 31 de diciembre de 2024, lo que permite realizar un análisis anual, observando las características de las carteras de los inversores en momentos de marcadas diferencias respecto a la situación de los mercados financieros. Este periodo incluye una primera etapa de grandes turbulencias a raíz de la irrupción de la pandemia por el COVID-19 y una progresiva recuperación posterior.

La muestra del estudio se compone de un total de 730.736 carteras, reconstruidas a partir de las operaciones, tanto de compra como de venta, efectuadas por cada inversor. Para calcular la revalorización anual de cada cartera, se ha utilizado el método contable del coste medio ponderado, a través del cual se divide el precio de adquisición total de las acciones entre el número de acciones adquiridas, obteniendo así un coste medio que permite estimar la revalorización tras su venta o al final del ejercicio, observando su valor al cierre. Las carteras analizadas cada año oscilaron entre 427.601 en 2020 y 551.084 en el último año, siguiendo una trayectoria creciente. El motivo no es otro que el hecho de que la mayor parte de las carteras reconstruidas en el primer año de estudio se han mantenido en los siguientes años, a las cuales se han ido sumando nuevas.

Número de carteras analizadas cada año durante el periodo de estudio (2020-2024) GRÁFICO 2



Fuente: CNMV.

Como se ha mencionado anteriormente, a lo largo del periodo de estudio los mercados financieros atravesaron fases diversas, con grandes diferencias entre unos ejercicios y otros. Este aspecto se ve reflejado en la variación experimentada por el Ibex 35 a lo largo de estos años. Las variaciones más pronunciadas del índice, de distinto signo, se produjeron en 2020, 2023 y 2024, con tasas del -15,5 %, el 22,8 % y el 14,8 %, respectivamente. Por su parte, en 2021 y 2022 los cambios no fueron tan extremos, situándose en el 7,9 % y el -5,6 %, respectivamente. Dadas las variaciones observadas en el índice general del mercado, resulta de gran interés analizar si las características de las carteras de los inversores también han presentado modificaciones similares, incluida la evolución de su rendimiento.

La información de las variables demográficas revela que entre el 73,9 % y el 75,2 % de los inversores de la muestra son hombres, mientras que entre el 24,8 % y el 26,1 % son mujeres. La diferencia entre ambos indicadores parece hacer disminuir ligeramente en el periodo de estudio, pues en 2020 la participación femenina era del 25,1 %, mientras que al final del periodo alcanzaba el 26,1 %.

La edad de los inversores también aporta información relevante sobre posibles cambios en el comportamiento de los inversores minoristas. Para la realización del análisis se ha segmentado la muestra en cuatro grupos de edad: de 18 a 34 años, de 35 a 49 años, de 50 a 64 años y de 65 a 99 años. Como se observa en el cuadro 1, los porcentajes no variaron en gran medida a lo largo de los 5 años. La mayor variación se observa en la proporción de inversores entre 35 y 49 años, que disminuyó desde el 35,9 % hasta el 32,8 % en el periodo de estudio, si bien se mantuvo como el grupo con mayor porcentaje, seguido del grupo de inversores entre 50 y 64 años.

Estadísticas descriptivas de la muestra de datos

CUADRO 1

	2020	2021	2022	2023	2024
Género¹					
% de hombres	75,19	74,36	74,16	73,88	73,95
% de mujeres	24,81	25,64	25,84	26,12	26,05
Edad¹					
% de 18 a 34	16,47	16,51	16,36	16,68	18,09
% de 35 a 49	35,85	34,49	34,02	33,41	32,84
% de 50 a 64	28,00	28,60	28,98	29,00	28,71
% de 65 a 99	19,68	20,40	20,64	20,92	20,36

Fuente: CNMV.

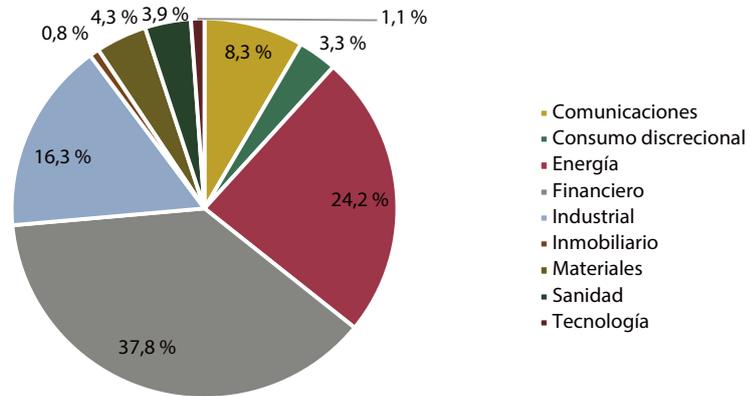
1 Elaboración a partir de los datos de las operaciones individuales realizadas con valores del Ibex 35, excluyendo las de cuentas con titularidad compartida.

Respecto a los sectores a los que pertenecen los valores incorporados a las carteras, el sector con un mayor volumen de negociación a lo largo del periodo fue el financiero, con un 37,8 % del total negociado por inversores minoristas entre los años 2020 y 2024, seguido del sector de la energía (24,2 %), el industrial (16,3 %) y el de las comunicaciones (8,3 %). Estos porcentajes oscilaron a lo largo del periodo, pero

sin producirse cambios en las posiciones relativas entre ellos. En los últimos 3 años, los 2 sectores principales siguieron trayectorias distintas. Así, mientras que el sector financiero fue ganando peso desde 2021 hasta alcanzar un porcentaje del 39,4 %, el de la energía fue perdiendo participación en estos 3 años. No obstante, ambos sectores siguieron siendo los más relevantes.

Volumen del total de carteras por sector entre los años 2020 y 2024

GRÁFICO 3



Fuente: CNMV.

3 Principales métricas de las carteras en el periodo 2020-2024

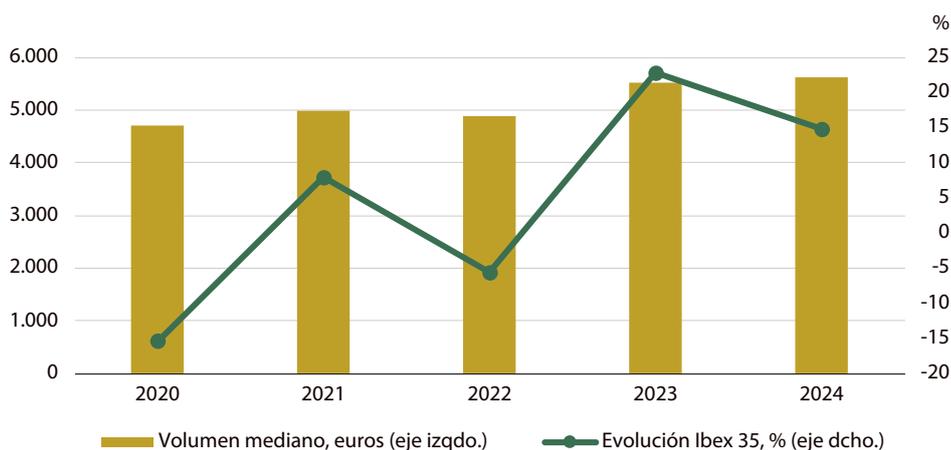
3.1 Principales aspectos en el conjunto del periodo

En esta sección se analizan las características principales de las carteras de los inversores minoristas a lo largo del periodo comprendido entre los años 2020 y 2024. Se estudian diferentes variables a través de los valores centrales registrados y su evolución a lo largo del periodo.

Comenzando con el tamaño de las carteras, el volumen mediano durante el periodo comprendido entre 2020 y 2024 fue de 5.112 euros, destacando un notable crecimiento experimentado en 2023. En el gráfico 4 se muestra cómo, tras un crecimiento de 2020 a 2021, seguido de una ligera caída, en 2022 el volumen mediano de las carteras se situó en 4.878 euros. Sin embargo, al año siguiente experimentó un aumento considerable, alcanzando los 5.509 euros, y al finalizar el periodo se situó en 5.629 euros. Se observa una relación entre la evolución del Ibex 35 y el tamaño de las carteras: los años en los que el Ibex 35 mostró una evolución favorable, el volumen mediano de las carteras creció. Por una parte, la favorable trayectoria del Ibex 35 hizo que un mayor número de carteras se revalorizaran. Por otra, esta evolución positiva pudo impulsar la confianza de los inversores e incentivar sus posiciones inversoras.

Volumen mediano de las carteras entre los años 2020 y 2023

GRÁFICO 4



Fuente: CNMV.

Uno de los aspectos más destacados es el hecho de que, a pesar de las recomendaciones planteadas en buena parte de la teoría económica y financiera en favor de la diversificación, que aluden a repartir las inversiones en diferentes activos que no

se encuentren altamente correlacionados con el objetivo de mitigar el riesgo, una gran parte de los inversores minoristas invierte únicamente en un solo valor. De hecho, el promedio de valores por inversor entre los años 2020 y 2024 fue próximo a 2 (1,98). No obstante, cabe destacar que el promedio anual de valores por inversor ha seguido una trayectoria creciente en los últimos años. En 2021 era de 1,92 y, tras un ligero aumento al año siguiente, con el que alcanzaba el 1,97, en 2023 llegó a los 2 valores. En el último ejercicio su aumento fue más pronunciado, hasta terminar el periodo de estudio en 2,07.

Esta evolución se debe a que, de 2020 a 2024, el porcentaje de inversores minoristas cuya cartera se componía de acciones de 1 o 2 empresas osciló entre el 77,3 % y el 79,2 %, porcentajes alcanzados en 2024 y 2021, respectivamente. Es decir, alrededor de 4 de cada 5 inversores tenían carteras compuestas por 2 o menos valores. Por este motivo, el HHI (Herfindahl-Hirschman Index) promedio sectorial del periodo tomó un valor cercano a 1 (0,83), lo que indica una baja diversificación de las carteras, con muy poca fluctuación entre los 5 años, manteniéndose en ellos entre 0,83 y 0,84.

Si se analizan estos niveles de concentración según el género y la edad de los inversores, se observan diferencias interesantes. Por una parte, las carteras de las mujeres tendieron a estar más concentradas que las de los hombres. De esta manera, el porcentaje de inversores mujeres cuyas carteras se componían de 1 solo valor se situó entre el 65,1 % y el 67,0 %, mientras que en el caso de los hombres lo hizo entre el 58,7 % y el 60,0 %. Si se analizan específicamente los grupos de edad, se observa cómo a partir de 2021 el grupo de edad en el que hubo un mayor porcentaje de inversores que invirtieron en un mismo valor fue aquel que englobaba a los de 18 a 34 años (en 2020 fue el grupo de 65 a 99 años), oscilando este entre un 65,7 % y un 66,2 % durante esos 4 años. De esta manera, el grupo con un mayor porcentaje de inversores con carteras compuestas de 1 solo valor fue el grupo de mujeres más jóvenes, de 18 a 34 años, que osciló entre el 67,9 % y el 70,3 %.

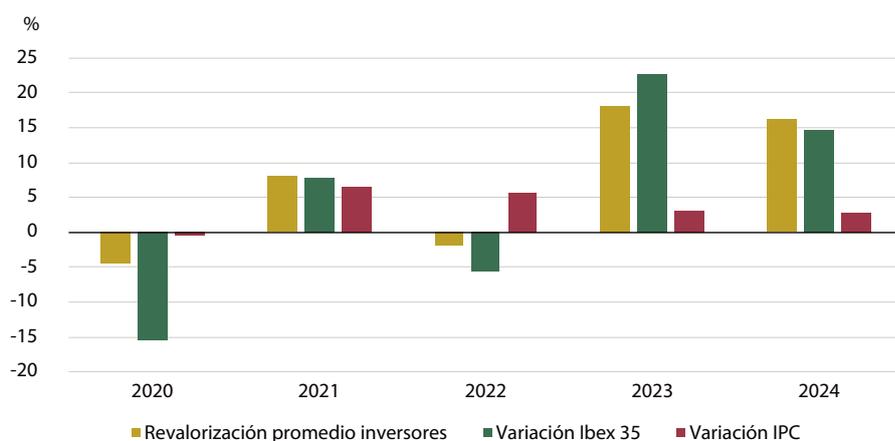
Si se atiende al tamaño de las carteras, se observa que, a medida que aumenta su volumen, el número de valores distintos en los que invierten también lo hace. De esta forma, el porcentaje medio de inversores entre 2020 y 2024 que invirtieron en un solo valor dentro del grupo de carteras de un volumen inferior a 2.500 euros se situó entre el 81,6 % y el 84,4 %. Si se atiende a las carteras con un volumen de entre 2.500 y 7.500 euros, el porcentaje disminuye hasta el rango del 65,5-70,5 %. Por último, en las carteras de volumen superior a 7.500 euros, el porcentaje se reduce mucho más, hasta el rango del 38,2-39,5 %. Esta relación podría contribuir a explicar el aumento en el promedio de valores por inversor en 2023, ya que el volumen mediano ese año creció de 4.422 euros a 5.040 euros. Se entiende que los inversores que dedicaron una pequeña cuantía a su inversión lo hicieron generalmente sobre un único valor, con el cual estaban más familiarizados o que conocían mejor. Sin embargo, aquellos inversores que dedicaron más fondos decidieron diversificar más sus carteras.

Podría pensarse que, debido a la poca diversificación de las carteras, el desempeño de estas a lo largo del periodo podría no haber sido favorable. Sin embargo, la revalorización anual promedio de las carteras fue de un 7,8 %. Si se compara con la evolución de índices de referencia como el Ibex 35 o el IPC, se observa que el 53,1 %

de los inversores minoristas superó la variación promedio del Ibex 35, que fue del 4,9 %, mientras que el 56,3 % superó la del IPC, que fue del 3,5 %. Dentro de este grupo resultan de gran interés los inversores que lograron superar a estos índices cada año de forma sostenida. Del total de inversores minoristas estudiados, el 12,5 % alcanzó un rendimiento superior al del Ibex 35 cada año, mientras que únicamente el 5,7 % lo hizo respecto al IPC. Como se observa en el gráfico 4, el motivo reside en las variaciones negativas experimentadas por el Ibex 35 en los años 2020 y 2022, en los que fue especialmente difícil obtener rentabilidades positivas y por encima del IPC.

Revalorización promedio de los inversores minoristas y evolución del Ibex 35 y del IPC

GRÁFICO 5



Fuente: CNMV.

Un estudio realizado por Ivković, Sialm y Weisbenner (2004) sobre la concentración en las carteras de los inversores sobre valores que cotizan en el S&P 500³ presenta diferentes motivos que pueden explicar esta alta concentración de las carteras. Por una parte, aluden a los costes fijos de negociar valores, de forma que la razón podría ser que no resulte rentable para los inversores con un patrimonio limitado tener una cartera con un amplio número de activos diferentes. Otras posibles causas serían aspectos conductuales como la familiaridad con la empresa en la que invierten o un exceso de confianza en su inversión. En este sentido, el informe elaborado por Massa y Simonov (2005) afirma que los inversores minoristas y, en particular, los que realizan inversiones más reducidas, suelen decidirse por invertir en unas acciones u otras por cuestiones de familiaridad. Por último, la causa podría ser la capacidad de identificar aquellas acciones con altas rentabilidades esperadas.

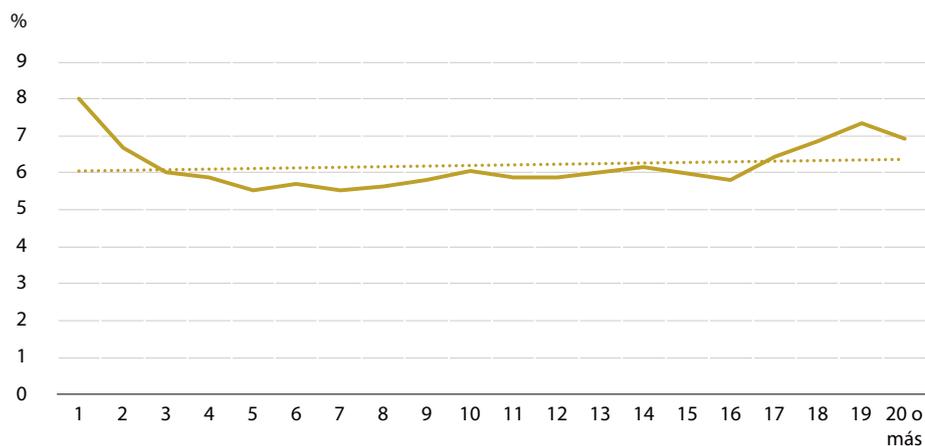
Ivković, Sialm y Weisbenner (2004) sostienen que si la infradiversificación de las carteras se ve únicamente provocada por sesgos conductuales, entonces las carteras concentradas, en términos promedios, no deberían obtener una rentabilidad mayor que las diversificadas. Y que, en caso de que se deba al conocimiento de una

3 Véase Ivković, Sialm y Weisbenner (2008).

información favorable respecto a esas inversiones, entonces sí que se vería reflejado en los rendimientos. Se puede analizar este aspecto a través de la evolución del rendimiento promedio anual según el número de valores que componen la cartera. En el gráfico 6 se observa cómo los inversores cuyas carteras se componen de un único valor alcanzan el mayor rendimiento medio. A continuación, existe cierta estabilidad en los rendimientos medios obtenidos, situándose en torno al 6 %. Finalmente, cuando se incrementa el número de valores hasta una cifra bastante elevada (17 valores), se pueden observar rendimientos mayores.

Revalorización anual promedio según el número de valores que componen la cartera

GRÁFICO 6



Fuente: CNMV.

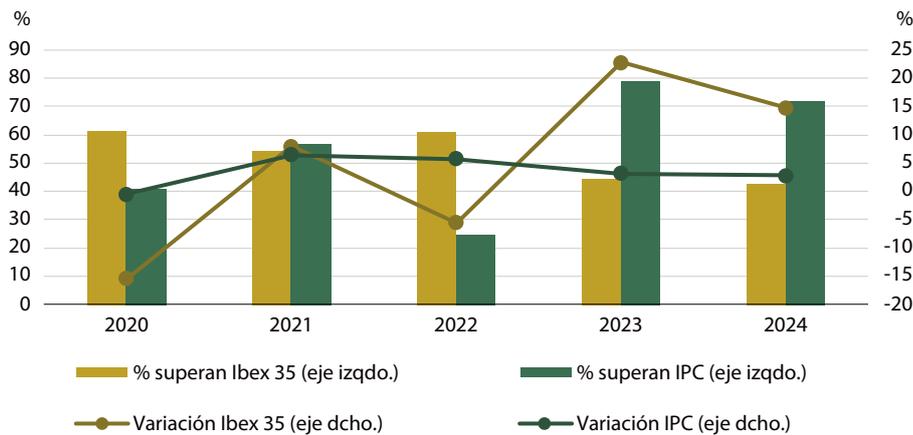
La revalorización promedio de los inversores minoristas siguió, con oscilaciones, una trayectoria ascendente a lo largo del periodo, similar a la experimentada por el propio Ibex 35. No obstante, en los años en los que la variación del índice fue negativa, la caída en la revalorización promedio de las carteras no fue tan pronunciada como la del índice. En este sentido, se puede afirmar que la revalorización de las carteras siguió una trayectoria menos variable que la experimentada por el Ibex 35. Respecto al IPC, los años en los que la revalorización promedio de las carteras fue positiva (2021, 2023 y 2024), estas superaron al índice, mientras que, en los otros dos años, la evolución del IPC fue mayor que la evolución promedio de las carteras.

En algunos estudios, como el realizado por Barber y Odean (2000), en el cual se analizaba el rendimiento de los inversores minoristas en los mercados de renta variable estadounidenses entre los años 1991 y 1996, se llegaba a la conclusión de que los inversores minoristas no lograban buenos rendimientos en sus carteras, obteniendo resultados por debajo de la evolución del mercado en el que operaban. Sin embargo, en este estudio, en el conjunto del periodo la revalorización anual promedio de las carteras fue del 7,8 %, superior al 4,9 % del Ibex 35, como se ha comentado anteriormente.

Respecto al porcentaje de inversores minoristas que superaron a los índices en cuestión, cada año, alrededor de entre 2 y 3 quintas partes batieron al Ibex 35, con un mínimo del 42,6 % en 2024 y un máximo del 61,5 % en 2020. Por su parte, el porcentaje de inversores minoristas que obtuvo un rendimiento por encima del IPC osciló entre el 24,9 % en 2022 y el 78,9 % en 2023.

Evolución del Ibex 35 y del IPC y porcentaje de inversores minoristas que los superan en el rendimiento de sus carteras

GRÁFICO 7

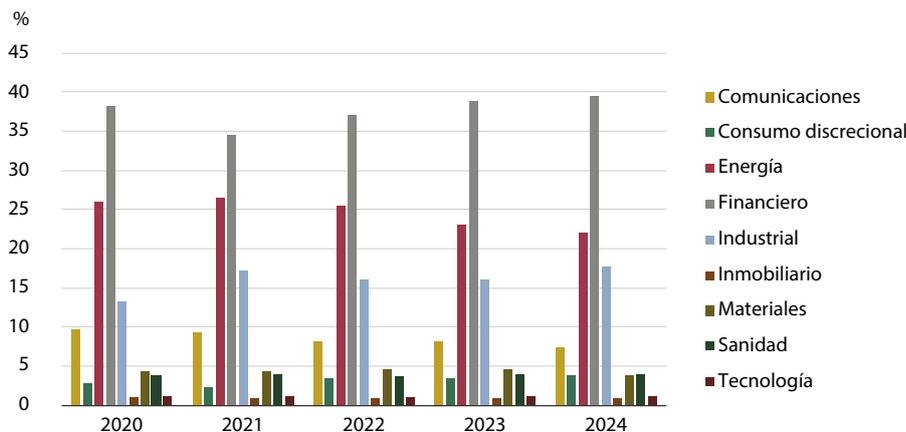


Fuente: CNMV.

A partir de estos datos, interesa conocer a qué sectores pertenecían las empresas en las que invirtieron principalmente. El sector predominante en el que operaron los inversores minoristas durante los 5 años estudiados fue el financiero, con un peso del 37,8 % del volumen de las carteras, seguido del sector de la energía, cuya participación en el volumen total fue del 24,2 %. Sin embargo, como se ha indicado en un epígrafe anterior, sus trayectorias fueron bien distintas, ya que el peso del sector financiero fue aumentando progresivamente desde 2021, mientras que el de la energía fue disminuyendo. El aumento de atractivo del sector financiero podría explicarse, parcialmente, por la repercusión positiva sobre estas entidades de las intensas subidas de tipos de interés decididas por los bancos centrales para combatir la inflación. Estas subidas de tipos se tradujeron en aumentos significativos de los márgenes de intereses de las entidades financieras.

Distribución de las carteras por sector durante los años 2020 a 2024

GRÁFICO 8



Fuente: CNMV.

Como se ha mencionado anteriormente, el porcentaje de inversores que sostenidamente obtuvo rendimientos por encima de la variación del Ibex 35 fue del 12,5 %, con un rendimiento medio del 17,4 %. Si el promedio de valores por inversor del total de inversores entre los años 2020 y 2024 fue de 1,98 y el HHI sectorial promedio de 0,83, en este grupo específico el promedio de valores fue de 1,48 y el del HHI de 0,93. Luego las carteras de los inversores que lograron cada año batir al Ibex 35 estaban aún más concentradas que las carteras promedio.

En el caso de los inversores que lograron una rentabilidad superior a la variación del IPC cada año, el porcentaje estimado es menor que el de aquellos que batieron al Ibex 35 de manera sostenida, un 5,7 %, con un rendimiento promedio de estas carteras del 17,5 %. En este caso, el promedio de valores que componen estas carteras es superior al de las que batían de forma sostenida al Ibex 35 y al del total de carteras, un 2,1. Por tanto, este tipo de carteras estaban menos concentradas de lo habitual. El HHI también se situó por debajo del del inversor promedio, siendo de 0,83.

El riesgo⁴ promedio de las carteras entre 2020 y 2024 fue de 0,32. Teniendo en cuenta que el indicador de riesgo calculado oscila entre 0 y 1, se podría argumentar que, aunque por lo general los inversores no diversificaron sus carteras, tampoco optaron por asumir riesgos elevados. De hecho, a lo largo del periodo el riesgo promedio asumido por los inversores siguió una tendencia decreciente, registrando un valor de 0,24 en 2024, cuando en 2020 era de 0,54. Cabe destacar que esto no solo se debe a las decisiones de los inversores, sino a las diferentes situaciones de los mercados financieros, ya que en los momentos de pandemia las acciones acarrearban riesgos mucho mayores.

El análisis de la concentración de las carteras según las características demográficas del inversor revela que las mujeres concentraron más sus inversiones que los hombres, de forma que, durante el periodo de estudio, el porcentaje de carteras que contenían únicamente 1 valor osciló entre el 65,1 % y el 67,0 %. Por su parte, en el caso de los hombres, este porcentaje fluctuó entre el 58,7 % y el 60,0 %. Como consecuencia, el HHI sectorial en el caso de las primeras fue mayor, registrando un valor de 0,86 en el conjunto del periodo, mientras que en el caso de los hombres fue de 0,83.

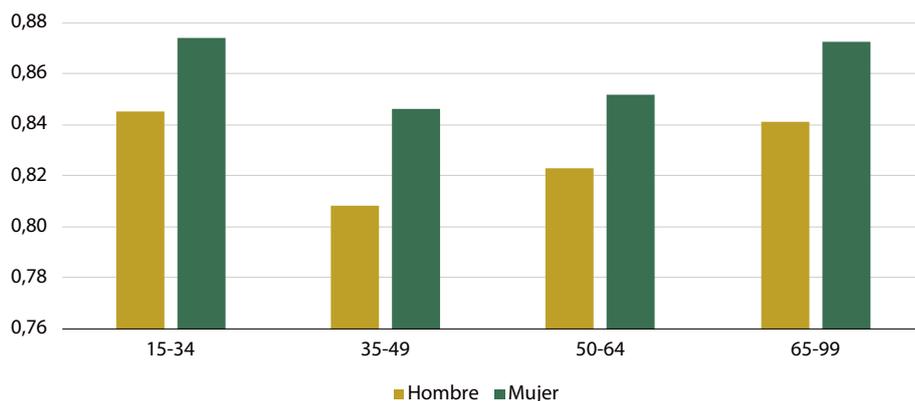
Si se atiende al tramo de edad de los inversores, se observa que aquellos cuyas carteras se componían de un menor número de valores distintos pertenecían al grupo más joven, de 18 a 34 años, y es que entre el 61,7 % y el 66,2 % invirtieron únicamente en 1 valor, siendo el HHI de este grupo de edad de 0,85. Por otro lado, el grupo de edad en el que menos concentradas estaban las carteras fue el de los inversores de 35 a 49 años. En este grupo, entre el 57,6 % y el 59,0 % invirtieron en un solo valor, y el HHI fue de 0,82. En el caso de los inversores menores de 35 años, una posible razón que puede explicar esta evidencia está en los menores

4 El indicador de riesgo se calcula a partir de dos componentes: por un lado, los retornos diarios de los activos a lo largo del periodo de estudio y, por otro, la matriz de covarianzas entre los diferentes activos, calculada de forma anual. De esta manera, el indicador se ve afectado por la volatilidad de los rendimientos de las acciones a nivel individual y, a nivel de conjunto, por las covarianzas de las acciones que componen las carteras. El indicador oscila entre 0 y 1, siendo 0 el mínimo riesgo y 1 el máximo.

volúmenes de inversión que es habitual en los jóvenes: si se atiende a los volúmenes medianos de las carteras, este grupo presenta, con diferencia, el importe más reducido, en torno a 1.500 euros. No obstante, este argumento no se aplica en el caso contrario, ya que el grupo de edad con una menor concentración en sus carteras no coincide con el de un mayor volumen mediano. El volumen mediano de las carteras de los inversores ha tenido, a lo largo del periodo, una correlación positiva con la edad del inversor. Sin embargo, el segundo grupo más joven ha sido el que ha registrado una menor concentración en sus carteras.

HHI según edad y género de los inversores

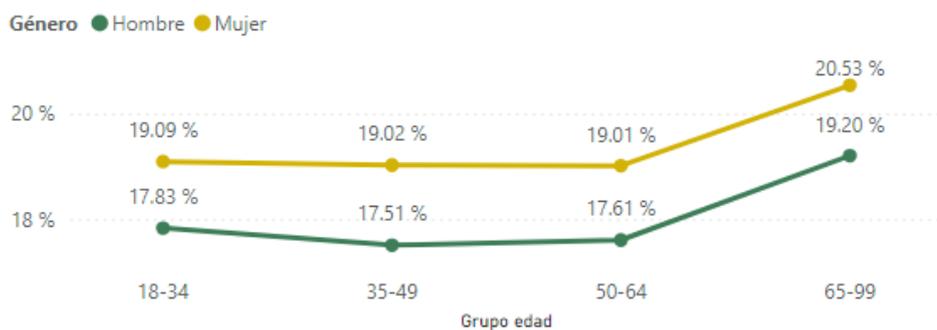
GRÁFICO 9



Fuente: CNMV.

El análisis de los volúmenes medianos por grupo de edad y género a lo largo del periodo revela que el grupo con un mayor volumen mediano fue el de los hombres de 65 a 99 años. Por su parte, el grupo con un menor volumen fue el de mujeres de 18 a 34 años en los ejercicios 2020 y 2021, y el de los hombres del mismo grupo de edad en 2022 y 2023. Se aprecia una tendencia creciente en el volumen de las carteras a medida que aumenta la edad del inversor y, respecto al género, se observa una diferencia en favor de los hombres, que van incrementando la cantidad invertida según aumenta la edad. El único grupo que difiere de esta tendencia es el más joven, en el que en 2022 y 2023 las mujeres tienen un mayor volumen mediano. Todos los grupos de edad experimentaron una senda creciente en el volumen de sus carteras a lo largo de los 5 años, con la excepción de los inversores de 18 a 34 años.

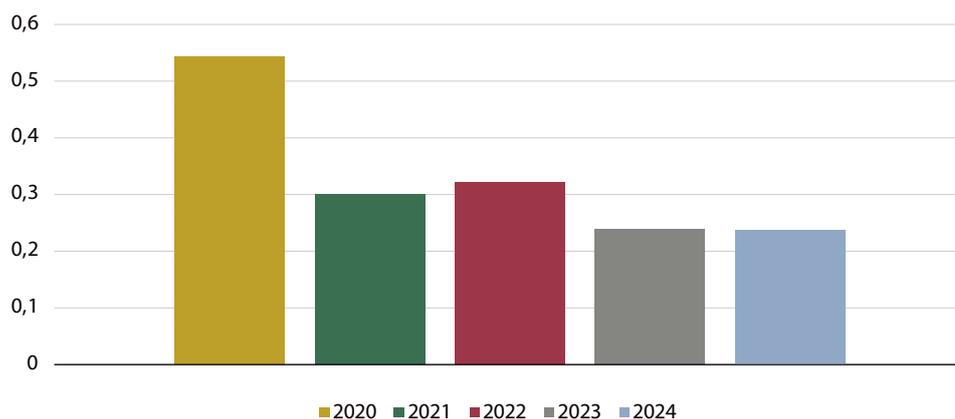
En el conjunto del periodo y, especialmente en 2023, las mujeres obtuvieron una revalorización promedio superior a la de los hombres. En ese año, la revalorización promedio de las carteras de las mujeres fue de entre 1 y 2 puntos porcentuales (p.p.) mayor que la obtenida por los hombres en los 4 grupos de edad. Respecto a las características que pueden explicar esta diferencia, se observa cómo el promedio de riesgo fue el mismo en ambos géneros, de 0,24. No obstante, donde sí se encuentran diferencias es en la concentración, y es que el HHI promedio sectorial de las carteras de los hombres fue de 0,83 y, en el caso de las mujeres, de 0,86. Por lo tanto, se aprecia que con unas carteras menos diversificadas obtuvieron mayores rendimientos.



Fuente: CNMV.

Como se ha comentado anteriormente, el riesgo promedio de las carteras ha seguido una trayectoria decreciente desde el año de la pandemia por COVID-19, en el que registró un valor de 0,54, hasta 2024, cuando disminuyó hasta 0,24.

Riesgo promedio asumido por los inversores minoristas entre 2020 y 2024



Fuente: CNMV.

3.2 Principales métricas en 2024

En 2024, el Ibex 35 experimentó un crecimiento del 14,8 %. Esta alza se vio impulsada por las bajadas de tipos de interés por parte de los bancos centrales, que generaron un entorno más favorable para el desarrollo de las empresas e hicieron crecer la confianza de los inversores. En este epígrafe se analizan las principales características de las carteras de los inversores minoristas en ese año.

El número de carteras en 2024 fue 551.084, un 7,6 % más que en el año anterior. De ellas, el 60,4 % se componía únicamente de 1 valor, lo cual supone una disminución de 0,7 p.p. frente a 2023. Por su parte, el promedio de valores por inversor aumentó un 3,5 %, registrando un valor de 2,1. Esta subida puede explicarse, al menos parcialmente, por el incremento del volumen mediano de las carteras, que fue de

119,7 euros, hasta situarse en 5.629 euros. Como se ha comentado anteriormente, a mayor volumen de las carteras aumenta la diversificación, pues los inversores tienden a repartir en mayor medida su inversión.

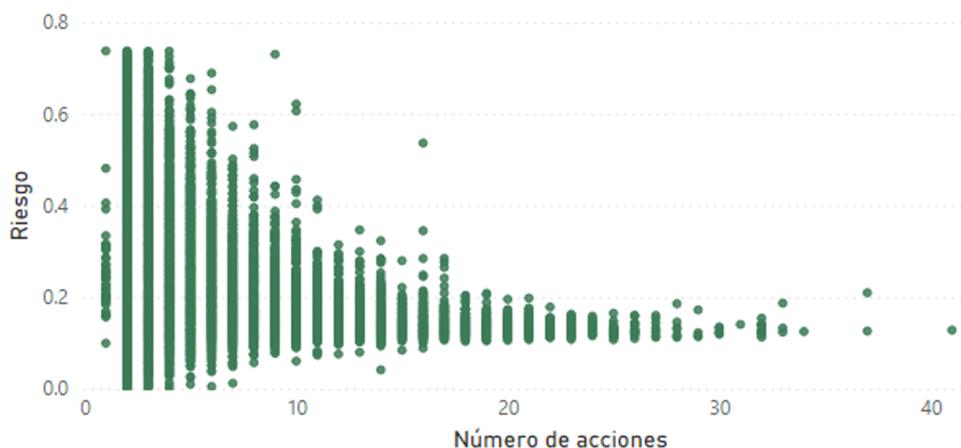
En cuanto a la revalorización promedio de las carteras, esta fue del 16,3 %, un porcentaje superior al mostrado por el Ibex 35, pero inferior al de 2023, debido, principalmente, a la menor revalorización del mercado en general. Con relación al riesgo y la concentración de las carteras, el riesgo promedio de las carteras se situó en 0,24, registrando el mismo valor que en 2023, al igual que el HHI promedio sectorial, que se mantuvo en 0,83. Si se compara el desempeño de las carteras en 2024 con la evolución del Ibex 35 (14,8 %), se observa cómo el 42,6 % de los inversores superó su rendimiento. Si la comparación se realiza respecto al IPC (2,8 %), el 71,6 % de los inversores logró una revalorización mayor.

Respecto a los rendimientos de las carteras de hombres y mujeres, los primeros obtuvieron una revalorización promedio ligeramente superior, del 16,3 % frente a un 16,1 %. En 2024, la revalorización promedio de las carteras de las mujeres fue únicamente superior a la obtenida por los hombres en el grupo de inversores más jóvenes, de 18 a 34 años. Respecto a las características de sus carteras, el promedio de riesgo fue el mismo en ambos géneros: 0,31. No obstante, donde sí se produjeron diferencias fue en la concentración, y es que el HHI promedio sectorial de las carteras de los hombres fue de 0,83 y, en el caso de las mujeres, de 0,86.

Por el lado de la relación entre el número de valores de las carteras y su riesgo, se observa un amplio rango de riesgo dentro de las carteras compuestas por un reducido número de valores, debido al gran número de carteras de este tipo y de inversores con diferentes grados de aversión al riesgo. A medida que las carteras se van formando por un mayor número de valores, el riesgo específico de cada cartera se reduce, al haber una mayor diversificación. En el gráfico 12 se aprecia cómo el riesgo se va reduciendo a medida que crece el número de valores, aunque esta disminución deja de ser significativa en las carteras con un mayor número de acciones, ya que la diversificación no puede eliminar completamente el riesgo.

Revalorización promedio por género y por grupos de edad en 2023

GRÁFICO 12

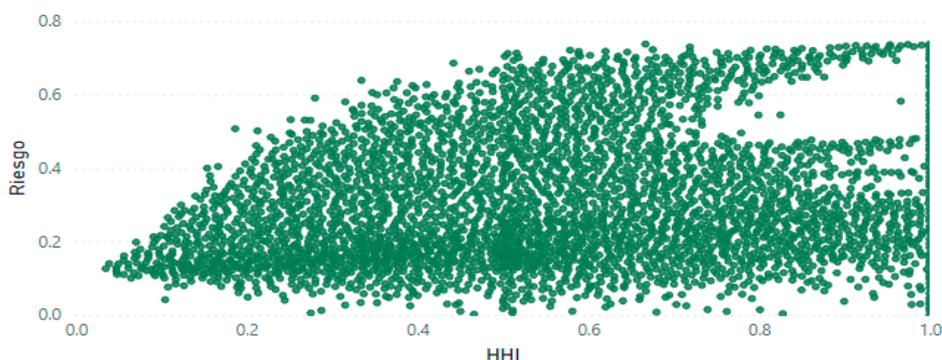


Fuente: CNMV.

Respecto a la relación entre el nivel de concentración, medido a través del HHI, y el riesgo, se observa cómo las carteras más diversificadas tienen un nivel de riesgo reducido y que, a medida que aumenta su nivel de concentración, se amplía el rango de riesgo (véase gráfico 13). Se aprecia también que un gran número de carteras tienen un HHI de 0,5. En esta franja se sitúa un amplio rango de valores de riesgo. Muchas de estas carteras se corresponden con aquellas compuestas de 2 valores de sectores distintos en las que se invierte la misma cantidad. También se distingue un amplio rango de carteras que toman un valor de 1 de HHI. Estas carteras se componen únicamente de valores pertenecientes a un mismo sector y, por ello, presentan una alta variabilidad en el riesgo.

Relación entre el riesgo y el nivel de concentración de las carteras en 2024

GRÁFICO 13



Fuente: CNMV.

Por último, se analiza la relación entre el volumen de las carteras y el riesgo asumido. En el gráfico 14 se muestra el riesgo promedio de las carteras según su volumen. En primera instancia, se aprecia que la gran mayoría de las carteras no tiene un tamaño elevado. De hecho, durante los 5 años, alrededor de la mitad de las carteras (entre el 47,8 % y el 51,4 %) tuvo un volumen inferior a 5.000 euros. En relación con el riesgo, se observa una tendencia descendente a medida que aumenta el volumen de las carteras. Esta trayectoria tiene una mayor pendiente en los primeros tramos, en los que se hace más notoria la disminución del riesgo a medida que aumenta el volumen.

Volumen de las carteras y riesgo asumido por los inversores minoristas en 2024

GRÁFICO 14



Fuente: CNMV.

3.3 Análisis de las características de los inversores que batieron al Ibex 35 y el IPC de forma sostenida

Como se ha mencionado anteriormente, el 12,5 % de los inversores minoristas obtuvo un rendimiento por encima de la variación del Ibex 35 de manera sostenida durante los 5 años de estudio. Por su parte, el 5,7 % lo logró con respecto a la evolución del IPC. Este epígrafe aborda las características de estos inversores y de sus carteras.

Si se atiende al tamaño de estas carteras, se observa un volumen mayor que el de las carteras promedio. Concretamente, el volumen mediano de las carteras que batieron de forma sostenida en el tiempo al Ibex 35 fue de 16.267 euros, mientras que el de las carteras que superaron el IPC fue aún mayor, de 18.017 euros. Por tanto, la inversión de estos grupos de inversores fue bastante superior a la del inversor promedio, de 5.112 euros. Esta diferencia de volumen invita a pensar que se trata de inversores más cualificados o mejor informados, que destinaron mayores fondos a su cartera.

Los inversores que obtuvieron una rentabilidad superior a la del Ibex 35 durante los 5 años registraron una revalorización promedio del 17,4 % (frente al 4,9 % del Ibex 35), mientras que los que lograron una revalorización superior a la evolución del IPC obtuvieron una revalorización promedio del 17,5 % (frente al 3,5 % del IPC). Por su parte, el riesgo asumido por este grupo de inversores fue similar. Los inversores que batieron sostenidamente al Ibex 35 asumieron un riesgo de 0,35, mientras que los que superaron todos los años el IPC asumieron un riesgo de 0,37. Este riesgo no es excesivamente más elevado que el asumido por las carteras promedio, que en el periodo analizado fue de 0,32. Luego esta mayor rentabilidad no se debió a la asunción de un riesgo mucho más elevado.

Donde se observan las mayores diferencias es en el número de acciones. En el caso de las carteras que tuvieron un desempeño superior a la evolución del Ibex 35 durante los 5 años, el promedio de valores fue de 1,5. Sin embargo, las carteras que superaron todos los años el IPC se compusieron, en promedio, de 2,1 valores (el promedio de valores por inversor del total de carteras fue de 2,0). Analizando las diferencias de concentración a través del HHI sectorial, se observa cómo el HHI promedio del primer grupo fue de 0,93 y el del segundo de 0,82, siendo el HHI promedio de todas las carteras de 0,83. *A priori*, puede sorprender cómo las carteras que batieron al Ibex 35 de manera sostenida se encontraban más concentradas de lo habitual y se componían de un menor número de valores, mientras que las que superaron la evolución del IPC se encontraban más diversificadas, componiéndose de un mayor número de acciones. Una posible explicación sería que el IPC presenta —habitualmente— tasas de variación positivas, de manera que, para obtener todos los años un rendimiento superior a este índice es preciso disponer de una cartera algo más diversificada, que se anteponga a los posibles momentos bajistas del Ibex 35. Por su parte, batir al Ibex 35 se pudo lograr con acciones de un único sector que evolucionara de manera más favorable que el índice.

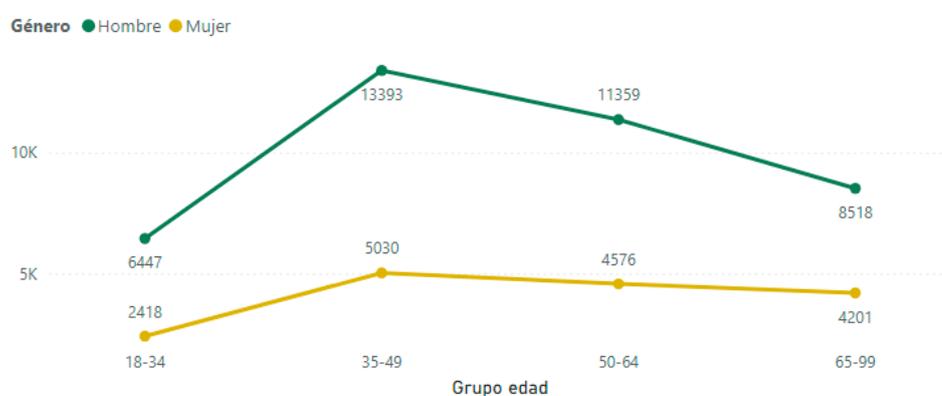
En este sentido, el 82,1 % del volumen total de las carteras que superaron sostenidamente al Ibex 35 estuvo destinado a acciones de empresas pertenecientes al sector financiero. En el caso de las carteras que superaron el IPC, este porcentaje fue

del 63,8 %. El segundo sector con un mayor volumen fue el de la energía, con porcentajes del 5,3 % y del 18,9 %, respectivamente. A raíz de estos datos se detecta que en estos grupos se destinó un mayor peso al sector financiero, ya que, en el conjunto total de carteras, los porcentajes fueron del 37,8 % para el sector financiero y del 24,1 % para el de la energía.

Por último, si se analiza qué inversores lograron estos resultados más favorables por grupos de edad se observa cómo, tanto en hombres como en mujeres, el grupo de edad con un mayor número de inversores perteneciente a este grupo fue el de inversores de 35 a 49 años, seguido del grupo de 50 a 64 años (véanse gráficos 14 y 15).

Inversores que superaron al Ibex 35 de manera sostenida entre 2020 y 2024

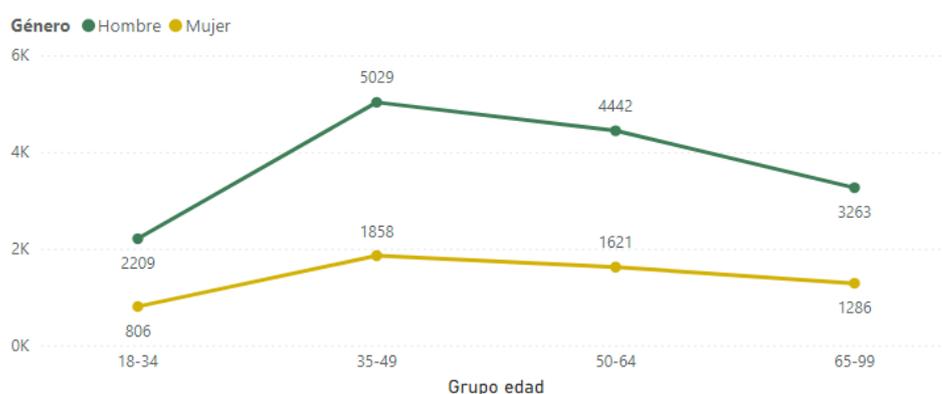
GRÁFICO 15



Fuente: CNMV.

Inversores que superaron el IPC de manera sostenida entre 2020 y 2024

GRÁFICO 16



Fuente: CNMV.

4 Factores explicativos de la revalorización anual de las carteras

Tras el análisis de los datos obtenidos, resulta de interés elaborar un modelo que explique en cierta medida los resultados presentados. De esta manera, se ha estimado un modelo de regresión con datos de panel con el que se pretende explicar la evolución del rendimiento de las carteras a partir de diferentes variables que puedan influir en su desempeño como el riesgo, la concentración o el volumen, al igual que algunas características del inversor.

De esta manera, la variable dependiente en el modelo a realizar es la revalorización anual de la cartera. Las variables explicativas son, por una parte, características demográficas del inversor y, por otra, características de su cartera. Respecto a las primeras, se considera el género en forma de variable dicotómica que toma el valor 0 en caso de que el inversor sea hombre y 1 en caso de que el inversor sea mujer, y la edad, que toma valores desde los 18 hasta los 99 años. En cuanto a las segundas, las características de las carteras, se introducen el HHI y el riesgo, que toman valores entre 0 y 1, y el volumen de estas.

Además de esta regresión en forma de datos de panel, se realizan dos regresiones de tipo *probit*, que consideran las mismas variables independientes con el objetivo de explicar su influencia en la probabilidad de que la cartera obtenga un rendimiento superior al del Ibex 35 o al IPC. En este caso, la variable a explicar sería la probabilidad de superar al índice en cuestión, tomando valores entre 0 y 1.

4.1 Determinantes de la revalorización anual

En este epígrafe se analiza la influencia de las características del inversor (edad y género) y de la propia cartera (concentración, riesgo y volumen) en la evolución del rendimiento de las carteras. Se realiza una regresión en forma de datos de panel que recoge los datos de los inversores minoristas entre los años 2020 y 2024. El modelo a estimar es el siguiente:

$$Revalorización_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \cdot edad_{i,t} + \beta_2 \cdot mujer_{i,t} + \beta_3 \cdot hhi_{i,t} + \beta_4 \cdot riesgo_{i,t} + \beta_5 \cdot volumen_{i,t} + \mu_{it}, \quad (1)$$

donde:

- Revalorización_{i,t}: rendimiento de la cartera del inversor *i* en el año *t*, en porcentaje.
- edad_{i,t}: edad del inversor *i* en el año *t*, en años.
- mujer_{i,t}: variable *dummy* que toma el valor 1 en caso de género femenino para el inversor *i* en el año *t*.

- $hhi_{i,t}$: índice de concentración sectorial de la cartera del inversor i en el año t , que va de 0 a 1 (de menor a mayor concentración)
- $riesgo_{i,t}$: medida de riesgo de la cartera del inversor i en el año t , que va de 0 a 1 (de menor a mayor riesgo).
- $volumen_{i,t}$: importe de la cartera en euros del inversor i en el año t , en euros.

Una posible limitación de esta parte del trabajo es la omisión de variables socioeconómicas, como la renta del individuo o su tasa de ahorro, o variables relacionadas con su formación o conocimientos financieros, las cuales pueden tener un impacto significativo en la evolución de la rentabilidad de la cartera y no se incluyen en el estudio por falta de información. En este análisis se han determinado efectos fijos de los periodos con el objetivo de controlar las variaciones temporales que han afectado a todas las carteras de forma similar. Se han incluido variables dicotómicas para cada año en el modelo de regresión que han permitido detectar y ajustar los efectos por eventos específicos de cada año. De esta manera, el modelo resulta más preciso, al eliminar sesgos derivados de factores temporales.

Los resultados de la regresión determinan que todas las variables explicativas son significativas de manera individual y conjunta, con un R^2 de 0,26. Como se observa en los resultados del cuadro 2, el hecho de que el inversor sea mujer está relacionado de forma positiva con la revalorización de la cartera. Lo mismo ocurre con la concentración: cuanto mayor es esta, mayor es el rendimiento de la cartera en este periodo de tiempo. Por otro lado, la edad del inversor, el nivel de riesgo y el tamaño de la cartera presentan coeficientes negativos, por lo que un aumento de cualquiera de estas tres variables estaría relacionado con niveles de rentabilidad menores.

Análisis de la revalorización anual de las carteras

CUADRO 2

Variables independientes	Coefficiente (p _i)
Edad	-0,000159*** (1,00*10 ^{^(-5)})
Mujer	0,002174*** (0,000361)
HHI	0,068960*** (0,000595)
Riesgo	-0,066375*** (0,002007)
Volumen	-1,51*10 ^{^(-8)} *** (1,64*10 ^{^(-9)})
R^2 ajustado	0,255091

Fuente: CNMV. El cuadro muestra los resultados de las regresiones de la ecuación (1), efectuadas sobre la variable «rendimiento anual de la cartera» para el conjunto de inversores minoristas españoles que invierten en acciones que cotizan en el Ibex 35. La muestra comprende todas las carteras de los inversores minoristas españoles desde el 1 de enero de 2020 hasta el 31 de diciembre de 2024. Se realiza la regresión del «rendimiento anual de las carteras» frente a las variables «edad», «mujer» —que toma el valor 1 si el inversor es mujer y cero si es hombre—, «HHI», «riesgo» y «volumen». La estimación controla por variables como el tiempo (año) y el inversor. Se reportan los coeficientes estimados y la desviación típica entre paréntesis. Se omite la constante y las estimaciones para las *dummies* de tiempo y de emisor.

* Significatividad al 10 %, ** significatividad al 5 % y *** significatividad al 1 %. Número de observaciones: 1.876.971.

Puede parecer, *a priori*, que estos resultados difieren de lo que se podría esperar de acuerdo con la teoría económica. No obstante, cabe destacar que este análisis se limita a un periodo temporal de 5 años, es decir, un periodo relativamente corto, que permite analizar la situación y el contexto económico específico de ese momento. Por una parte, los resultados indican que una mayor concentración contribuye positivamente a una buena evolución de la cartera. En el corto plazo, las carteras concentradas pueden obtener resultados favorables si los pocos valores que las componen evolucionan favorablemente durante ese periodo. En este sentido, Ivković, Sialm y Weisbenner (2004) llegaban a la misma conclusión en su estudio sobre la concentración y evolución de las carteras de los inversores minoristas en el mercado de renta variable estadounidense durante los años 1991 y 1996, en el que observaban que las carteras más concentradas lograban una revalorización mayor que las diversificadas.

Por lo que respecta al riesgo, en el presente análisis tiene una influencia negativa sobre la rentabilidad de la cartera. De acuerdo con la teoría moderna de carteras de Markowitz, una mayor asunción de riesgo conlleva una rentabilidad esperada más alta, aunque esa mayor volatilidad puede también derivar en pérdidas. Los resultados del análisis indican que en el periodo de estudio una mayor asunción de riesgo no supuso una rentabilidad promedio más alta, es decir, los inversores no necesitaron asumir elevados riesgos a la hora de formar sus carteras para conseguir rendimientos favorables.

4.2 Determinantes de la probabilidad de obtener un rendimiento superior al del Ibex 35

En este caso, se estima un modelo *probit* con variables explicativas similares a las del modelo anterior y en el que la variable dependiente es la probabilidad de que la cartera obtenga un rendimiento superior a la evolución experimentada por el Ibex 35. Esta última es una variable dicotómica que toma el valor 1 en caso de batir al índice y 0 en caso contrario. La ecuación estimada presenta la siguiente especificación:

$$\text{Supera al Ibex 35}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{edad}_{i,t} + \beta_2 \cdot \text{mujer}_{i,t} + \beta_3 \cdot \text{hhi}_{i,t} + \beta_4 \cdot \text{riesgo}_{i,t} + \beta_5 \cdot \text{volumen}_{i,t} + \mu_{it} \quad (2)$$

donde las variables explicativas se definen de la misma manera que en la ecuación (1) y donde, de nuevo, se podrían presentar limitaciones asociadas a la ausencia de información en variables que podrían ser importantes para explicar esta probabilidad, por lo que los resultados deben tomarse con cautela.

El cuadro 3 presenta los resultados de las estimaciones para las diferentes variables, al igual que en el análisis de los determinantes de la rentabilidad. El análisis estadístico revela que todas las variables explicativas son significativas de manera individual. Respecto a los coeficientes, se llega a conclusiones parecidas a las del epígrafe anterior respecto a la influencia de cada variable en la revalorización de la cartera. Por una parte, el hecho de que el inversor sea mujer contribuye positivamente a la probabilidad de superar el rendimiento del Ibex 35, al igual que a la de una mayor concentración de la cartera. Por otra, un nivel de riesgo más alto y un

mayor volumen de la cartera contribuyen de forma negativa. La excepción se encuentra en la edad, ya que en este caso afecta positivamente a la probabilidad de obtener una revalorización por encima del índice, cuando en la regresión anterior influía negativamente en la rentabilidad de la cartera. No obstante, en ambos análisis su coeficiente es muy reducido, por lo que su influencia no resulta excesivamente trascendental en la evolución de la variable dependiente.

Análisis de la probabilidad de batir al Ibex 35

CUADRO 3

Variables independientes	Coefficiente (p,)
Edad	0,000902*** (5,85*10 ^{^(-5)})
Mujer	0,060051*** (0,002114)
HHI	0,598424*** (0,003383)
Riesgo	-0,546732*** (0,008494)
Volumen	-1,25*10 ^{^(-7)} (8,98*10 ^{^(-9)})
R ² de McFadden	0,013458

Fuente: CNMV. El cuadro muestra los resultados de las regresiones de la ecuación (2), siendo en este caso la variable dependiente «batir al Ibex 35», que toma el valor 1 en caso favorable y 0 en caso contrario, para el conjunto de inversores minoristas españoles que invierten en acciones que cotizan en el Ibex 35. La muestra comprende todas las carteras de los inversores minoristas españoles desde el 1 de enero de 2020 hasta el 31 de diciembre de 2024. Se realiza la regresión frente a las variables «edad», «mujer» —que toma el valor 1 si el inversor es mujer y cero si es hombre—, «HHI», «riesgo» y «volumen». La estimación controla por variables como el tiempo (año) y el inversor. Se reportan los coeficientes estimados y la desviación típica entre paréntesis. Se omite la constante y las estimaciones para las *dummies* de tiempo y de emisor.

* Significatividad al 10 %, ** significatividad al 5 % y *** significatividad al 1 %. Número de observaciones: 1.876.971.

Estos resultados sugieren una interpretación similar a la de la regresión anterior. En el corto plazo, unos altos niveles de concentración pueden lograr rendimientos favorables. Sería interesante abordar el análisis en el largo plazo, donde una elevada concentración se suele asociar con rendimientos desfavorables, al depender exclusivamente de la evolución de un número reducido de valores. En este sentido, Aliaga-Díaz, Shtekhman, Harbron, Jacobs y Bloore (2024) afirman que una mayor diversificación aumenta las probabilidades de batir al mercado. Además, Bessembinder (2018) llegaba a la conclusión, estudiando el mercado de valores de EE. UU. entre los años 1926 y 2016, de que las estrategias mal diversificadas a menudo tienen un rendimiento inferior al de los promedios del mercado. En nuestro análisis, muchos inversores lograron batir al mercado con acciones de empresas pertenecientes al sector financiero, sector que se vio beneficiado por la política monetaria del momento. Es probable que en el largo plazo, se requiera una mayor diversificación de las carteras para lograr resultados favorables de manera sostenida en el tiempo.

4.3 Determinantes de la probabilidad de obtener un rendimiento superior al IPC

Finalmente, se presenta un ejercicio para evaluar los determinantes que pueden influir en la probabilidad de obtener un rendimiento de la cartera superior a la evolución del IPC. Las variables explicativas utilizadas son las mismas que en las regresiones previas, pero, en este caso, la variable dependiente es una variable dicotómica que toma el valor 1 en caso de superar el IPC y 0 en caso contrario. La ecuación estimada presenta la siguiente especificación:

$$\text{Supera el IPC}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{edad}_{i,t} + \beta_2 \cdot \text{mujer}_{i,t} + \beta_3 \cdot \text{hhi}_{i,t} + \beta_4 \cdot \text{riesgo}_{i,t} + \beta_5 \cdot \text{volumen}_{i,t} + \mu_{it} \quad (3)$$

Los resultados se muestran en el cuadro 4. Todas las variables son significativas tanto de manera individual como conjunta. Además, el R^2 de McFadden es mayor, de 0,10. Aunque es relativamente bajo, esto no indica que sea necesariamente inadecuado. De hecho, podría considerarse aceptable en este contexto, ya que se está trabajando con un modelo de clasificación binaria. Respecto a los coeficientes, se llega a las mismas conclusiones que en la regresión respecto a la probabilidad de batir al Ibex 35: la relación entre la edad, el género femenino del inversor y la concentración de la cartera y la probabilidad de batir el IPC es positiva, mientras que el riesgo y el tamaño de la cartera presentan una relación negativa con dicha probabilidad.

Destaca en particular el hecho de que la concentración contribuya positivamente a la probabilidad de lograr una revalorización superior a la evolución del IPC ya que, como se ha comentado en epígrafes anteriores, las carteras que lo lograron de forma sostenida durante los cinco años de estudio tenían una concentración inferior a la de la cartera promedio. No obstante, este grupo es reducido en comparación con el total de carteras. Muchas carteras lograron batir el IPC, aunque no lo hicieran todos los años. Estas tienen un gran peso en la muestra, ya que la mayor parte de ellas estaban muy concentradas y, por este motivo, el resultado de la regresión indica que una alta concentración tiene una correlación positiva con la probabilidad de superar el IPC.

VARIABLES INDEPENDIENTES	COEFICIENTE (p,)
Edad	0,000671** (6,42*10 ⁻⁵)
Mujer	0,034079*** (0,002312)
HHI	0,771356*** (0,003768)
Riesgo	-4,923597*** (0,010865)
Volumen	-7,01*10 ⁻⁸ (1,05*10 ⁻⁸)
R ² de McFadden	0,104618

Fuente: CNMV. El cuadro muestra los resultados de las regresiones de la ecuación (2), siendo en este caso la variable dependiente «batir el IPC», que toma el valor 1 en caso favorable y 0 en caso contrario, para el conjunto de inversores minoristas españoles que invierten en acciones que cotizan en el Ibex 35. La muestra comprende todas las carteras de los inversores minoristas españoles desde el 1 de enero de 2020 hasta el 31 de diciembre de 2024. Se realiza la regresión frente a las variables «edad», «mujer» —que toma el valor 1 si el inversor es mujer y cero si es hombre—, «HHI», «riesgo» y «volumen». La estimación controla por variables como el tiempo (año) y el inversor. Se reportan los coeficientes estimados y la desviación típica entre paréntesis. Se omite la constante y las estimaciones para las *dummies* de tiempo y de emisor.

* Significatividad al 10 %, ** significatividad al 5 % y *** significatividad al 1 %. Número de observaciones: 1.876.971.

5 Conclusiones

En los últimos años, la presencia de inversores minoristas ha ido creciendo de forma notable en el mercado de renta variable español. De acuerdo con los datos disponibles, estos inversores han construido carteras muy concentradas, pues un gran porcentaje de ellos solo ha dedicado su inversión a acciones de una única empresa. No obstante, sus resultados han sido positivos, obteniendo en muchos casos rendimientos superiores a índices de referencia como el Ibex 35 y el IPC. Una gran parte de las carteras se formaron con acciones de empresas pertenecientes al sector financiero, sector que se ha visto especialmente favorecido en el periodo del estudio por el tono de la política monetaria del momento. Este trabajo contribuye a vislumbrar las características de estos inversores y de la composición de sus carteras.

El rendimiento medio de la cartera de los minoristas en el periodo fue del 7,8 %, frente al 4,9 % del Ibex 35 o la variación del IPC (3,5 %). Un 12,5 % de los inversores batió al Ibex 35 de forma sistemática durante los 5 años y un 5,7 % superó el IPC. El análisis del grupo de inversores que batieron de forma sostenida durante los 5 años de estudio al Ibex 35 y el IPC revela algunas características comunes, como un volumen de su cartera mucho mayor que el del inversor promedio o un nivel de riesgo ligeramente superior. Sin embargo, lo más llamativo son los niveles de concentración, pues los inversores que batieron sostenidamente al Ibex 35 tenían carteras aún más concentradas, mientras que los que batieron de forma continuada el IPC tenían carteras más diversificadas que las del conjunto de inversores. El motivo podría radicar en el hecho de que, para batir al Ibex 35, en ciertos casos solo fue necesario tener acciones de alguna empresa perteneciente al sector financiero, las cuales experimentaron una evolución más favorable que la del conjunto del índice, mientras que, para batir el IPC —que suele presentar tasas de variación positivas—, puede ser necesario tener una cartera más diversificada.

Los resultados del estudio econométrico avalan algunas de estas relaciones, si bien es preciso exponer algunas consideraciones en torno a los dos tipos de limitaciones que pueden presentar: las primeras están relacionadas con el periodo muestral, relativamente corto, en el que un sector específico (el financiero) ha mostrado rendimientos muy altos debido al impacto positivo en su cotización de las subidas de tipos adoptadas por los bancos centrales. Esto quiere decir que los inversores han podido obtener rendimientos altos y superiores al Ibex 35 eligiendo apenas un valor de este sector. En cuanto a las segundas limitaciones, las regresiones efectuadas pueden presentar desventajas asociadas a la ausencia de información relacionada, por ejemplo, con el nivel de renta o de educación de los inversores, que puede ser muy importante a la hora de explicar sus decisiones de inversión. Dicho esto, los resultados de estas regresiones muestran, en el ámbito de las características demográficas de los inversores, que las mujeres han obtenido, en promedio, rendimientos más altos en sus carteras. La relación entre la edad del inversor y el rendimiento de la cartera no es concluyente, pues parece ser positiva respecto a la probabilidad

de batir los índices de referencia, pero negativa respecto a la revalorización en términos absolutos. En cualquier caso, los coeficientes estimados en relación con esta variable son muy reducidos, por lo que su efecto no es sustancial. Por el lado de las características de las carteras, se observa que una concentración mayor contribuye a un rendimiento más elevado y, por el contrario, las carteras de mayor riesgo y tamaño estarían relacionadas con rendimientos inferiores.

Del estudio se podría concluir que entre 2020 y 2024 los inversores minoristas, por lo general: i) concentraron en gran medida sus carteras, con tres quintas partes del total, invirtiendo únicamente en acciones de una sola empresa, ii) lograron rendimientos favorables aprovechando el buen momento del sector financiero para destinar su capital y iii) en el corto plazo, la elevada concentración de sus carteras no les supuso resultados desfavorables.

A medio y largo plazo, sería deseable extender este análisis para un periodo más largo, incorporar las decisiones de inversión en otros activos financieros más allá de las acciones del Ibex 35 y, sobre todo, incluir información relacionada con la renta o los conocimientos financieros de los individuos, lo que, por el momento, no es posible debido a la propia naturaleza de los datos.

Bibliografía

Aliaga-Díaz, R.A., Shtekhman, A., Harbron, G., Jacobs, D. y Bloore, W. (2024). *The Case for Global Diversification Vanguard*.

AMF, Markets Directorate (2020). *Retail investor behaviour during the COVID-19 crisis*.

AMF, Markets Directorate (2021). *Retail investors and their activity since the COVID crisis: younger, more numerous and attracted by new market participants*.

Banco de España. Cuentas financieras de la economía española.

Banco Central Europeo. Statistical Data Warehouse. Cuentas financieras de la zona euro.

Barber, B.M. y Odean, T. (2000). «Trading is Hazardous to your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors». *Journal of Finance*, Vol. 55, n.º 2, pp. 773-806.

Bessembinder H. (2018). «Do stocks outperform Treasury bills?». *Journal of Financial Economics*, Vol. 129, n.º 3, pp. 440-457. Disponible en: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X18301521/pdfft?md5=e1a5448919676077c6a28fe8589677ed&pid=1-s2.0-S0304405X18301521-main.pdf>

Cambronero, G. y Ruiz, G. (2022). *Análisis del comportamiento de los inversores minoristas en los mercados financieros durante la crisis del COVID-19*. CNMV, Documento de trabajo n.º 78. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/DT_78_Comp_minoristas_COVID_ES.pdf

Ivković, Z., Sialm, C. y Weisbenner, S. (2008). «Portfolio Concentration and the Performance of Individual Investors». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 43, n.º 3, pp. 613-656. Disponible en: https://www.ivey.uwo.ca/media/3775515/portfolio_concentration_and_the_performance_of_individual_investors.pdf

Massa, M. y Simonov, A. (2006). «Hedge Funds, Market Intermediaries, and Investors: The Impact of Retail Investor on Asset Pricing». *Review of Financial Studies*, Vol. 19, n.º 2, pp. 535-577.

Ortmann, R., Pelster, M. y Wengerek, S. T. (2020). *Covid-19 and Investor Behavior*. TAF Working Paper n.º 54. TRR 266 Accounting for Transparency Working Paper Series n.º 25. Disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3589443

Modelización dinámica de los *shocks* climáticos en el sector de fondos español

Diana Mykhalyuk (*)

(*) Diana Mykhalyuk es miembro del Departamento de Estudios y Estadística de la CNMV.

Índice

Resumen	159
1 Introducción	161
2 Datos y calibración	165
3 Metodología	169
4 Resultados empíricos	173
5 Análisis de robustez	179
6 Conclusión	183
Referencias	185

Índice de gráficos

Gráfico 1	Composición de las carteras de los fondos de inversión domiciliados en España y de los fondos en los que invierten	166
Gráfico 2	Composición sectorial de las carteras de los fondos españoles	167
Gráfico 3	Gráfico Q-Q normal de la intensidad de las emisiones de CO ₂	168
Gráfico 4	Pérdidas estimadas en primera y segunda ronda para los fondos de inversión	174
Gráfico 5	Distribución de las pérdidas en el escenario A2 por clase de activos	175
Gráfico 6	Distribución de las pérdidas en el escenario A2 de transición desordenada de los fondos en los que invierten los fondos españoles	176
Gráfico 7	Pérdidas relativas de los fondos sostenibles y no sostenibles	177
Gráfico 8	Distribución de las pérdidas distinguiendo entre fondos sostenibles y no sostenibles	177
Gráfico 9	Pérdidas en primera y segunda ronda según distintos criterios de clasificación de los fondos	179
Gráfico 10	Pérdidas relativas de los fondos sostenibles y no sostenibles según distintos criterios de clasificación de fondos	180

Índice de cuadros

Cuadro 1	Cartera de fondos de inversión por clase de activos	166
Cuadro 2	Calibración de las elasticidades flujo-rendimiento	170
Cuadro 3	Número de fondos y sus flujos por rendimiento para fondos sostenibles y no sostenibles	170

Resumen¹

El sector de los fondos de inversión desempeña un papel clave en el sistema financiero español y en la financiación de la transición a la neutralidad climática. Este estudio presenta una estimación preliminar de las pérdidas potenciales en la cartera de los fondos bajo tres escenarios de estrés relacionados con la transición climática diseñados por la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB), incorporando un marco de evaluación dinámico para simular y evaluar los impactos tanto estáticos como dinámicos del riesgo de transición climática. Cabe señalar que el análisis no considera los riesgos físicos, por lo que ofrece una aproximación parcial del riesgo climático. El análisis consiste en evaluar el impacto de un *shock* estático en las participaciones directas e indirectas de los fondos, que varía según el tipo de activo. Los efectos dinámicos, que recogen los flujos de inversores y los ajustes de la cartera de los fondos decididos por los gestores, se incorporan para evaluar las respuestas sistémicas y de comportamiento en los escenarios de transición.

El análisis contempla la división de los fondos en sostenibles y no sostenibles en función de la intensidad de las emisiones de sus valores en cartera, si bien se realizan otras clasificaciones alternativas. Además, este trabajo desarrolla una metodología novedosa para evaluar la calificación sobre criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) de la deuda soberana. Los principales resultados de esta estimación sugieren que los fondos de inversión españoles registrarían menores pérdidas (8,2 %) de media en comparación con sus homólogos europeos (15,8 %) y que los fondos no sostenibles presentarían mayores pérdidas que los sostenibles cuando se clasifican según la intensidad de las emisiones.

1 Este artículo resume la metodología y el análisis recogido en Mykhalyuk (2025). *Dynamic modelling of climate-related shocks in the Spanish fund sector*. CNMV, Documento de Trabajo, n.º 91.

1 Introducción

La transición hacia una economía cero emisiones netas es un fenómeno que está cobrando cada vez más relevancia, impulsado por los esfuerzos mundiales para hacer frente al cambio climático y mitigar sus efectos. Diferentes sectores están expuestos a los riesgos climáticos derivados de la materialización de los escenarios de transición, con diferentes grados de vulnerabilidad en función de sus actividades y de la intensidad de sus emisiones de carbono. El sector de los fondos de inversión es uno de los componentes clave del sistema financiero: representaba más del 90 % de los activos en la intermediación financiera no bancaria (IFNB²) en 2023 (CNMV, 2024). A nivel nacional español, el sector de los fondos de inversión gestiona activos (AuM) por un valor próximo a 337.000 millones de euros³. Debido a su tamaño, es necesario analizar el impacto del sector de los fondos de inversión en la estabilidad financiera.

Para evaluar el impacto potencial de los *shocks* relacionados con la transición energética en el sistema financiero español, la CNMV ha avanzado en la metodología para evaluar la resiliencia de los fondos ante el riesgo de una transición desordenada en términos de cambio climático. La metodología inicial, desarrollada por Crisóstomo (2022), se ha completado incluyendo efectos dinámicos en el ejercicio. Esta dinámica modeliza la reacción de los inversores al *shock* en las carteras de los fondos y, también, la de los gestores de los fondos, que reorganizan la cartera tras el *shock*. La disponibilidad de información se ha ampliado incluyendo un *look-through* de la cartera de las instituciones de inversión colectiva (IIC) en las que invierten los fondos. Las características del dinamismo se toman de un estudio publicado por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) en 2023 (Amzallag et al., 2023). Ampliando su metodología, se incluyen dos canales de propagación adicionales: activos de deuda soberana y corporativa. Como novedad, este trabajo presenta los resultados del ejercicio clasificando —a modo orientativo y a los efectos del presente ejercicio— los fondos en sostenibles y no sostenibles según diferentes medidas de sostenibilidad, para observar si existen diferencias significativas entre ellos. También se desarrolla un nuevo método para estimar la evaluación de la calificación ASG de la deuda soberana.

Se analizan las pérdidas financieras potenciales y las vulnerabilidades a corto plazo de los fondos de inversión a través de tres escenarios de cambio climático: un escenario base y dos escenarios adversos. Los escenarios⁴ considerados reflejan el mandato de la Comisión Europea de suponer que los objetivos del paquete de medidas

2 Los fondos de renta variable no forman parte de la medida estrecha de la IFNB.

3 Fuente: CNMV. Septiembre de 2023.

4 Los escenarios fueron elaborados por el grupo de trabajo sobre pruebas de estrés del ESRB y aprobados por la Junta General de esta institución para realizar una prueba de estrés única para el sector financiero de la UE. Estos escenarios se describen con mayor detalle en el documento del ESRB (2023), y los valores de los *shocks* figuran en el Anexo B de Mykhalyuk (2025).

Fit-for-55 se alcanzarán plenamente en 2030, al tiempo que incorporan factores de riesgo de transición severos pero plausibles que podrían afectar negativamente al sistema financiero hasta 2030. Cada escenario consiste en un *shock* instantáneo desencadenado por una transición desordenada debida a un fuerte aumento del precio de las emisiones de carbono (EIOPA, 2022). De este modo, en el escenario base (B), los objetivos del paquete Fit-for-55 se alcanzan en un entorno económico que refleja las previsiones económicas del escenario base. El primer escenario adverso (A1) se centra en los riesgos climáticos a corto plazo en forma de correcciones de los precios de los activos provocadas por una reevaluación repentina del riesgo de transición, también denominada *Run-on-Brown*. El segundo escenario adverso (A2) combina los mismos riesgos relacionados con el cambio climático con factores adicionales de tensión macroeconómica.

La prueba de estrés consta de dos etapas: efectos de primera ronda (estáticos) y de segunda ronda (dinámicos). El objetivo principal de este ejercicio es evaluar las pérdidas totales que experimentarían los fondos de inversión en estos escenarios, considerando tanto las pérdidas estáticas (derivadas de la caída de precios tras el *shock*) como las dinámicas (resultantes del comportamiento de los inversores y los gestores). Ante el reajuste del valor de los fondos, los gestores, por un lado, adaptan el importe invertido en cada activo para cumplir con su política de inversión y, por otro, venden y compran nuevos activos en función de sus nuevas expectativas. Las pérdidas de la parte dinámica tratan de mostrar al menos una porción de los efectos de segunda ronda que pudieran producirse. El análisis se ha realizado bajo el supuesto de un balance estático con la cartera a nivel de ISIN de cada fondo de inversión.

Entre los estudios previos, cabe destacar el reciente análisis de escenarios de riesgo climático realizado por las autoridades europeas de supervisión (AES) y el Banco Central Europeo (BCE) (EBA et al., 2024). Este estudio establece una estimación sobre la resistencia del sector financiero de la Unión Europea (UE), incluidos los fondos de inversión, al riesgo de transición climática. Sus resultados apuntan a mayores pérdidas para los fondos europeos en comparación con las pérdidas estimadas para los fondos españoles. A nivel nacional, Crisóstomo (2022) estima una pérdida media en el sector de los fondos de inversión del 5,7 % (17.500 millones de euros), considerando únicamente los efectos directos y de primera ronda de la transición climática.

Las contribuciones de este estudio a la literatura y al desarrollo de la metodología de las pruebas de resistencia se reflejan en varios aspectos clave. En primer lugar, el modelo incorpora efectos dinámicos para captar las reacciones de los inversores y los gestores de fondos. En segundo lugar, se amplía la cobertura de los datos mediante el uso de la información detallada de la cartera de inversión *look-through*. De esta manera, se desglosa la composición de los fondos para considerar además los activos subyacentes. Esta mejora amplía el nivel de granularidad de los datos y ofrece una visión más completa de la exposición de los fondos. En cuanto a los aspectos de sostenibilidad, este estudio contribuye desarrollando nuevos métodos para evaluar la calificación ASG de la deuda soberana y categorizar los fondos en función de criterios de sostenibilidad.

El análisis estima una pérdida total del 8,2 % en el peor de los escenarios. Los fondos no sostenibles muestran mayores pérdidas (9,3 %) que los sostenibles (4,6 %) cuando su clasificación se realiza atendiendo a la intensidad de emisiones de los valores en su cartera. Sin embargo, no es así cuando se consideran criterios de clasificación alternativos.

2 Datos y calibración

La muestra comprende un total de 1.716 fondos de inversión españoles a nivel de compartimento, que representan 109.417 posiciones individuales en 16.820 activos únicos. El conjunto de datos constituye la cartera reportada en septiembre de 2023 y cubre alrededor de 337.000 millones de euros de activos gestionados. Los datos a nivel de compartimento proceden principalmente de los informes que los fondos de inversión reportan a la CNMV. Esta información se ha complementado con otra de Refinitiv Eikon para incluir, sobre todo, características financieras (calificación crediticia, descripción del tipo de activo, etc.) y de sostenibilidad (emisiones de CO₂ y calificaciones ASG) de los emisores en las carteras de los fondos. La composición de la cartera de las IIC en las que invierten los fondos se ha obtenido de Refinitiv Lipper.

Las exposiciones de los fondos se clasifican en nueve clases de activos: i) bonos corporativos, ii) activos monetarios, iii) deuda soberana, iv) renta variable, v) inversión en otros fondos, vi) *repos*, vii) deuda colateralizada, viii) efectivo y equivalentes de efectivo y ix) otro tipo de activos. La deuda soberana constituye la clase de activos principal dentro de las carteras de los fondos, con casi el 29 % de los activos totales (véase el panel izquierdo del gráfico 1). La siguen las participaciones en otros fondos (25 %), los bonos corporativos (23 %) y la renta variable (15 %). En cambio, la cartera de los fondos subyacentes⁵ se compone mayoritariamente de activos de renta variable (70 %) y, de forma mucho más limitada, de activos de renta fija privada (14 %) y deuda soberana (8 %), como se presenta en el panel derecho del gráfico 1. Las carteras consideradas no incluyen posiciones en instrumentos derivados, que podrían ser un factor relevante para futuros análisis. En cuanto a los fondos de inversión cotizados (ETF), aunque cotizan en los principales mercados secundarios y pueden tratarse como valores de renta variable, en este trabajo se clasifican como fondos.

Este enfoque está motivado por la importancia de analizar la composición de sus carteras con la mayor granularidad posible a fin de evaluar mejor el impacto de un *shock* climático sobre su valor. Para una información más detallada, el cuadro 1 muestra la composición de las carteras de los fondos de inversión por clases de activos. Se puede observar que, si bien la deuda soberana representa el mayor porcentaje de la cartera en términos de AuM, los bonos corporativos y los activos de renta variable tienen el mayor número de posiciones, triplicando incluso los bonos gubernamentales. En cuanto a los países emisores, alrededor del 19 % de los activos son emitidos en EE. UU., seguido de Luxemburgo con el 14 %, España y Francia en torno al 9 %, Irlanda con el 6 % y, por último, el Reino Unido con el 5 %.

5 La inversión en otros fondos es una de las principales clases de activos, con un total de 3631 fondos. De Lipper se obtiene la composición de la cartera de 3.001 de ellos.

Composición de las carteras de los fondos de inversión domiciliados en España y de los fondos en los que invierten

GRÁFICO 1



Fuente: CNMV y Refinitiv Eikon.

1 Para esta representación, los activos monetarios también incluyen los *repos*, mientras que la deuda corporativa incluye la deuda colateralizada. El detalle de estos conceptos puede observarse en el cuadro 1.

2 La composición de fondos, activos titulizados, activos monetarios, efectivo y otros activos es inferior al 2 % del total de AuM.

Cartera de fondos de inversión por clase de activos

CUADRO 1

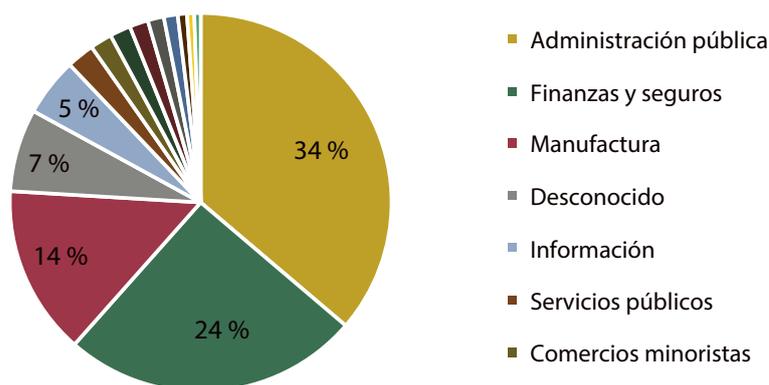
Clase de activo	Cuota de inversión (AuM, %)	N.º de posiciones	N.º de ISIN únicos
Renta variable	15,24	33.529	4.491
Bonos corporativos	21,93	37.354	6.624
Deuda soberana	28,92	10.330	1.267
Deuda colateralizada	1,09	879	152
<i>Repos</i>	1,67	5.032	41
Otros fondos	25,60	12.058	3.666
Activos monetarios	0,67	1.559	445
Efectivo y equivalentes	4,86	8.445	-
Otros ¹	0,02	231	133 ²
Total	100,00	109.417	16.820

Fuente: CNMV y Refinitiv Eikon.

1 La clase de activos «Otros» se compone de valores pendientes de admisión a cotización o no admitidos a cotización, valores no cotizados, participaciones privadas e inversiones no rentables.

2 No todas las posiciones de la clasificación «Otros» están identificadas por un ISIN, lo que hace que este resultado no sea representativo al 100 %..

En cuanto a los sectores de los activos de la cartera de los fondos, los más representativos son la Administración pública (34 %), los servicios financieros (24 %) y la industria manufacturera (14 %), que es un sector altamente expuesto a los riesgos inherentes a la transición climática (véase gráfico 2). Estos porcentajes se han calculado considerando tanto las inversiones directas como las indirectas a través de inversiones en otros fondos de inversión.



Fuente: CNMV y Refinitiv Eikon.

Por último, los fondos de inversión españoles muestran una elevada exposición a activos financieros de entidades con altos niveles de emisiones de carbono. Esta exposición se ha calculado analizando la intensidad de las emisiones en el caso de los emisores de renta variable y deuda corporativa, y las emisiones totales en el caso de la deuda soberana⁶. Para garantizar la comparabilidad, se aplica una transformación logarítmica y se ajusta una distribución normal, reescalando las emisiones de CO₂ mediante un mapeo de percentiles para preservar su distribución. Los valores resultantes reflejan una calificación relativa de la exposición a las emisiones. El gráfico 3 presenta el gráfico Q-Q⁷ de las emisiones de CO₂ para el conjunto de 4.621 posiciones de renta variable y deuda corporativa y para el conjunto de emisiones de 74 países, respectivamente, mostrando que el modelo del estudio describe adecuadamente los datos de emisiones de carbono ($R^2 = 0,9832$ y $R^2 = 0,9321$, respectivamente). Lo mismo ocurre con los datos de posiciones indirectas.

Adicionalmente, el nivel de sostenibilidad de los fondos se ha evaluado mediante dos enfoques complementarios:

6 La intensidad de carbono se define como el total de emisiones equivalentes de CO₂ directas (alcance 1) e indirectas (alcance 2), normalizadas por las ventas netas o ingresos en millones de dólares estadounidenses (tCO₂e/M\$). Esta métrica no capta la eficiencia por unidad de producción y presenta ciertos sesgos, pero permite una mayor comparabilidad entre emisores.

El alcance 3 no se ha incluido debido a la falta de datos homogéneos y fiables. No obstante, es importante señalar que las emisiones de alcance 3 representan, en promedio, entre el 83 % y el 85 % del total de emisiones en el conjunto de sectores, por lo que su omisión puede infravalorar significativamente los resultados (Harjoto et al., 2025).

En lo que respecta a la deuda soberana, la intensidad de carbono se mide en tCO₂e por unidad de PIB. Para facilitar la comparabilidad, esta medida se traduce a la escala tCO₂e/M\$ mediante un mapeo de cuantiles, asignando a cada país soberano su posición relativa en la distribución de intensidades entre emisores soberanos y relacionándola con el cuantil correspondiente en la distribución global en tCO₂e/M\$.

7 Un diagrama de probabilidad que sirve para comparar dos distribuciones de probabilidad trazando sus cuantiles entre sí.

- i) Las calificaciones ASG (ambientales, sociales y de gobernanza) de los emisores en cartera.
- ii) La clasificación de los fondos conforme a los artículos 8 y 9 del Reglamento SFDR⁸.

Las calificaciones ASG de los activos de renta variable y deuda soberana se han obtenido a través de la plataforma Refinitiv Eikon. En el caso de la deuda soberana, dichas calificaciones se han estimado aplicando una metodología propia, basada en datos del Banco Mundial relativos a un conjunto específico de variables clave en materia medioambiental, social y de gobernanza⁹.

En cuanto a la clasificación por *ratings* ASG, se ha considerado que un fondo es sostenible si su calificación ASG media ponderada supera el umbral de 60, valor próximo al primer cuartil de la distribución.

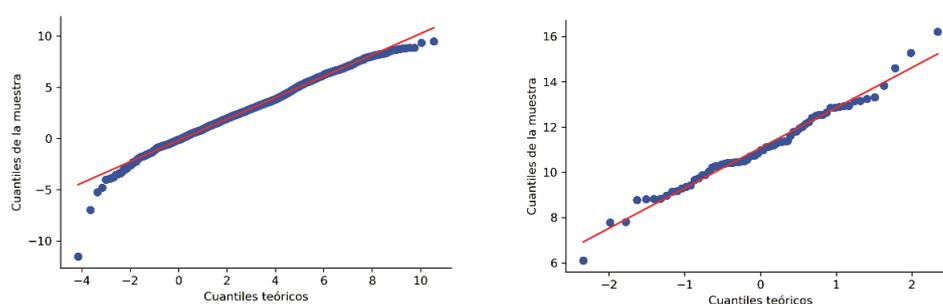
Por otro lado, para la clasificación basada en el Reglamento SFDR, y a efectos puramente orientativos y metodológicos, se ha considerado como sostenibles los fondos clasificados conforme a los artículos 8 y 9 del reglamento. Es importante señalar que estos artículos no constituyen en sí una categoría de fondos sostenibles, sino que definen diferentes opciones de registro para productos financieros, cada una con sus respectivas obligaciones de divulgación. Así, los artículos 8 y 9 no establecen requisitos mínimos de inversión sostenible ni garantizan resultados en términos de sostenibilidad. No obstante, en la práctica, los productos registrados según dichos artículos suelen coincidir con aquellos que se comercializan como integradores de características ASG o con un objetivo explícito de inversión sostenible. Asimismo, la calificación como sostenible no garantiza la ausencia de exposición, directa o indirecta, a energías fósiles, principales responsables del calentamiento global.

Gráfico Q-Q normal de la intensidad de las emisiones de CO₂

GRÁFICO 3

Ajuste de renta variable y deuda corporativa

Ajuste de deuda soberana



Fuente: CNMV y Refinitiv Eikon.

8 El SFDR explica cómo los participantes en los mercados financieros deben divulgar la información sobre sostenibilidad. Los fondos del artículo 8 se centran en promover características medioambientales o sociales, mientras que los del artículo 9 persiguen objetivos de inversión sostenibles (Unión Europea, 2019).

9 Más información sobre el método y los criterios de selección detallados en el anexo A de Mykhalyuk (2025).

3 Metodología

El punto de partida para modelizar el impacto del riesgo de transición climática en los fondos de inversión es simular el impacto esperado en los precios de los activos a través de *shocks* relacionados con el clima¹⁰. Se supone un comportamiento heterogéneo de los activos en función de su clase y sector. Para simplificar, este análisis se centra en los *shocks* de los precios de las acciones, la deuda corporativa y la deuda soberana¹¹. El *shock* en renta variable depende del país y el sector¹²; en deuda corporativa, del país, el sector y la calidad crediticia; y en deuda soberana, del país y el vencimiento¹³. Como se ha indicado previamente, se incluyen tanto las posiciones directas como las indirectas. Los sectores más intensivos en carbono, tomando en cuenta la intensidad de carbono con base en las emisiones de alcance 1 y 2 exclusivamente, son el cementero, el resto del sector de los materiales, el de la energía y el del transporte. En cuanto a los países emisores de deuda soberana, España se encuentra entre los más penalizados, junto con Italia, Portugal y otros¹⁴.

Siguiendo la metodología de ESMA (Amzallag et al., 2023), el impacto de los *shocks* en los precios se divide en dos componentes. En primer lugar, se modeliza un escenario de *shock* instantáneo, en el que los efectos estáticos —una perturbación en los precios de los activos de renta variable, deuda corporativa y soberana— causan una reducción inmediata del valor de los fondos que poseen directa e indirectamente los activos afectados. En segundo lugar, tras los *shocks* directos y los ajustes por efectos estáticos, el valor de los fondos puede cambiar debido al comportamiento de los inversores y a las acciones de los gestores de fondos. Se simula este comportamiento mediante efectos dinámicos.

Dentro de los efectos dinámicos, el primero que se considera es el de las suscripciones y reembolsos de los inversores en respuesta a los cambios en el valor del fondo y en sus expectativas. Siguiendo la metodología de Amzallag et al. (2023), se supone que las suscripciones son proporcionales a la rentabilidad positiva del fondo, mientras que los reembolsos corresponden a la rentabilidad negativa¹⁵, es decir, los flujos son una función lineal a trozos del rendimiento^{16,17}. Las sensibilidades a la

10 Estos valores son proporcionados por el ESRB (2023) y han sido utilizados por Amzallag et al. (2023) (ESMA) y Gourdel y Sydow (2023) (ECB). También se facilitan en el anexo B de Mykhalyuk (2025).

11 Para esta modelización no se han considerado inversiones en otras clases de activos.

12 Códigos NACE.

13 Si a 30 de septiembre de 2023 el plazo de vencimiento es 0 o negativo, es decir, ya ha expirado, entonces el activo en cuestión no experimenta ningún cambio de valor.

14 Para el resto de los países que no aparecen en el cuadro B3 de Mykhalyuk (2025), su *shock* se obtiene mediante una media equiponderada de los países de la muestra en función del vencimiento.

15 Siguiendo una hipótesis conservadora, los rendimientos nulos se consideran negativos.

16 También utilizados por Gourdel y Sydow (2023) (ECB).

17 Esta calibración no tiene en cuenta que la relación entre el grupo de sostenibilidad y la sensibilidad a la rentabilidad puede depender de la posición del fondo en la distribución de rentabilidad, como muestran Cambón y Losada (2013) para los fondos de renta variable.

rentabilidad vienen dadas por los coeficientes establecidos por Renneboog et al. (2011) (véase cuadro 2), que son diferentes para los fondos clasificados como sostenibles o no sostenibles. De acuerdo con estas elasticidades, los inversores de los fondos abiertos sostenibles serían más sensibles al rendimiento que los de los convencionales. Este resultado muestra que todos los fondos tienen una relación convexa entre flujos y rendimiento, lo que se observa en la mayoría de los estudios. Se han considerado sostenibles los fondos con una media ponderada de intensidad de emisiones de CO₂ inferior a 35, que se aproxima al primer cuartil de la muestra.

Calibración de las elasticidades flujo-rendimiento

CUADRO 2

	Elasticidad flujo-rendimiento	
	Rendimiento positivo	Rendimiento negativo
Fondos sostenibles	1,014	0,121
Fondos no sostenibles	1,014	0,285

Fuente: ESMA y Renneboog et al. (2011). Nota: *elasticidad flujo-rendimiento* se define como la proporción de los flujos del fondo en relación con el valor del fondo al inicio del periodo de tiempo, correspondiente a un cambio porcentual en el rendimiento durante ese mismo periodo. Los coeficientes positivos implican entradas para las rentabilidades positivas y salidas en caso de las rentabilidades negativas.

Todos los fondos presentan rendimientos negativos o nulos tras el *shock* inicial (véase cuadro 3). Los fondos sostenibles con rendimientos nulos se caracterizan por invertir mayoritariamente en *repos* (40 % de media) y deuda pública (17 %) y por mantener efectivo o activos equivalentes a efectivo (23 %). La deuda pública de estos fondos procede principalmente de España, Italia y Francia. En cuanto a los fondos no sostenibles de rendimiento nulo, sus inversiones siguen un patrón similar: mayores posiciones en deuda pública (92 % de media) y efectivo o activos equivalentes al efectivo (4 %). Los países emisores más comunes son España, Italia, Francia y Alemania.

Número de fondos y sus flujos por rendimiento para fondos sostenibles y no sostenibles

CUADRO 3

	Número de fondos		Flujos (millones de euros)	
	Rend. nulo ¹	Rend. negativo	Rend. nulo	Rend. negativo
Fondos sostenibles	65	411	0	-374
Fondos no sostenibles	29	1211	0	-5,390

Fuente: CNMV y elaboración propia. Nota: La separación de fondos en sostenibles y no sostenibles está basada en la medida de emisiones de CO₂, en particular, en la intensidad de emisiones normalizada de 35, cercana al primer cuartil de la muestra.

1 Debido a la metodología aplicada, no hay fondos con rentabilidad positiva.

El siguiente efecto dinámico es la desinversión y la compra de nuevos activos. En primer lugar, se simula la desinversión del 20 % de los activos con peores resultados de la cartera. Esta desinversión incluye acciones y bonos corporativos y soberanos. Se supone que los activos pueden venderse fácilmente. A continuación, los ingresos obtenidos se utilizan para recomprar nuevos activos que componen la

cartera del 20 % de activos más rentables de los grupos de fondos homólogos. Este comportamiento está respaldado por el estudio de Grinblatt et al. (1995), en el que se observó que los inversores suelen elegir fondos basándose en los resultados pasados, prefiriendo así los que han tenido éxito recientemente.

Por último, se realiza el reequilibrio dentro de la cartera en dos pasos, siguiendo el método de ESMA. En primer lugar, los gestores de fondos ajustan la cartera eliminando los activos vendidos e incorporando los nuevos activos adquiridos. A continuación, para equilibrar las ponderaciones, el gestor reasigna los recursos dentro del conjunto de activos resultante en cada cartera a nivel compartimento. El importe de los recursos pendiente de reasignar, en proporción al valor del fondo, P_i , es la suma del 1 % de la pérdida del fondo por el efecto estático (pérdidas directas e indirectas) y el 25 % del valor absoluto de los flujos netos del inversor. La cantidad resultante, $P_i V_i$, se redistribuye entre los activos en proporción a su rendimiento relativo¹⁸. Los fondos que no participan en el proceso de desinversión y recompra son los que no invierten en capital privado ni en capital público, un total de 365 compartimentos. Una vez corregidas las carteras, se simula el mismo escenario para ver la eficacia de la gestión de los gestores de los fondos y evaluar las medidas adoptadas.

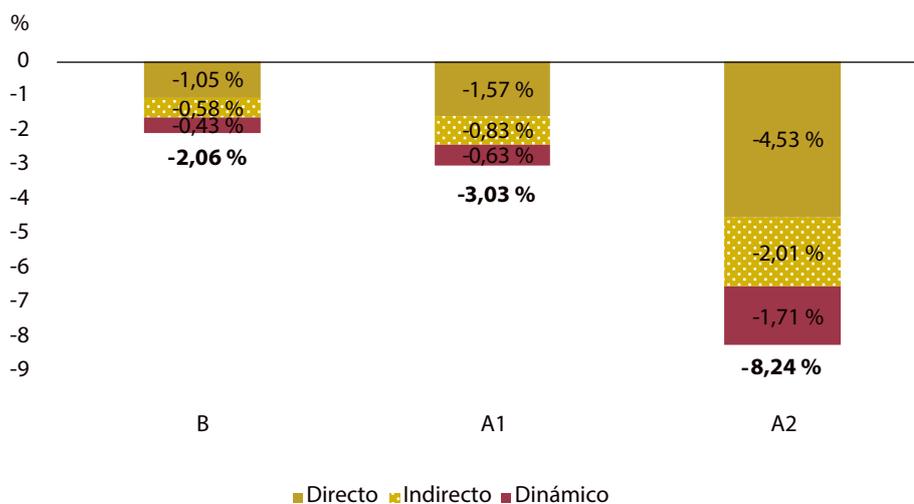
18 La variación del valor invertido en un activo j por el fondo i viene dado por $\Delta\omega_j = \frac{P_i}{N} \cdot \frac{(r_j - \bar{r})}{\text{std}(r)}$, donde N denota el número de activos y \bar{r} es el rendimiento medio debido al *shock* en el precio.

4 Resultados empíricos

La sensibilidad de cada contraparte a la transición climática en el ejercicio estático depende de los valores de emisiones de CO₂ del sector económico, del país y de la calidad crediticia, mientras que el ejercicio dinámico incluye la modelización de las suscripciones y reembolsos de los inversores en función de los resultados de cada fondo y de su nivel de sostenibilidad. Los flujos de inversión dependen de la clasificación de un fondo como sostenible o no.

El principal resultado de este estudio muestra que las pérdidas estimadas para los fondos de inversión españoles oscilan entre el 2,1 % en el escenario base y el 8,2 % en el escenario más desfavorable (3 % en el escenario intermedio), como se muestra en el gráfico 4. Estos resultados acumulan las pérdidas de la primera ronda (ejercicio estático) y las de la segunda ronda (ejercicio dinámico). En todos los escenarios la relevancia de las pérdidas de la primera ronda es mayor que las de la segunda y, dentro de las primeras, las pérdidas debidas a la exposición directa son mayores que las debidas a la exposición indirecta. Así, del total de pérdidas estimadas en el escenario más adverso (8,2 %), 6,5 puntos porcentuales (p.p.) se explicarían por efectos de primera ronda (4,5 p.p. por exposición directa y 2 p.p. por exposición indirecta) y el resto (1,7 p.p.) por los efectos de segunda ronda. En cuanto al número de fondos, el 95 % de ellos (1.622) sufren pérdidas de los *shocks* estáticos.

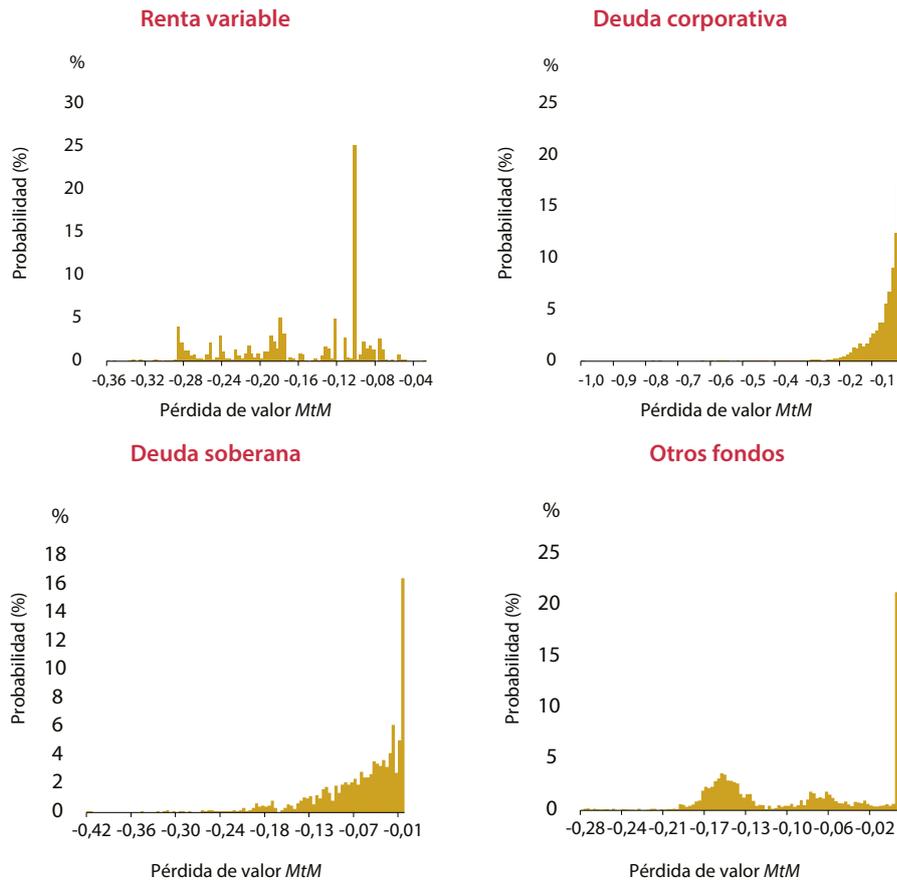
Una vez ajustadas las carteras, se simula el mismo escenario para valorar la eficacia de las acciones de los gestores de fondos y evaluar el impacto de las medidas adoptadas. Los resultados indican una reducción significativa de las pérdidas estimadas, con una disminución relativa del 30 % de las pérdidas totales en los 3 escenarios. La reducción de las pérdidas se observa tanto en los efectos de primera ronda, en los que se ajustaron las exposiciones directas e indirectas, como en los de segunda ronda.



Fuente: CNMV y Refinitiv Eikon. Nota: las pérdidas representadas se ponderan por patrimonio.

La pérdida media estimada del sector de los fondos de inversión en el escenario más adverso (8,2 %), equivalente a unos 27.770 millones de euros en términos agregados, es superior a la calculada en el ejercicio anterior (5,7 % y 17.500 millones de euros). Esto se explica, en parte, por el hecho de que este ejercicio añade la simulación dinámica, que no estaba contemplada en la primera prueba y que se traduce en casi 2 p.p. de pérdidas más elevadas, aunque las pérdidas de la simulación estática son también más altas (6,5 % frente a 5,7 %). Además de la parte dinámica, cabe destacar la estimación de las pérdidas de la primera ronda a través de canales indirectos (2 p.p. adicionales a las pérdidas totales del ejercicio).

En el escenario más adverso del ejercicio estático, el análisis por tipo de activo revela que los activos de renta variable experimentarían las mayores pérdidas. Este resultado, también obtenido en el primer ejercicio de este tipo, se explica por la elevada heterogeneidad sectorial y dispersión intrasectorial de las emisiones de CO₂ de los emisores de renta variable, factor determinante en los resultados. De media, se estiman las siguientes pérdidas para cada clase de activos: 16,1 % para la renta variable, 9,5 % para las inversiones en otros fondos, 5,2 % para la renta fija privada y 4,4 % para la deuda soberana. Además, se observa una variabilidad sustancial entre los instrumentos financieros de cada clase de activos, especialmente en la renta variable y otros fondos (véase gráfico 5).



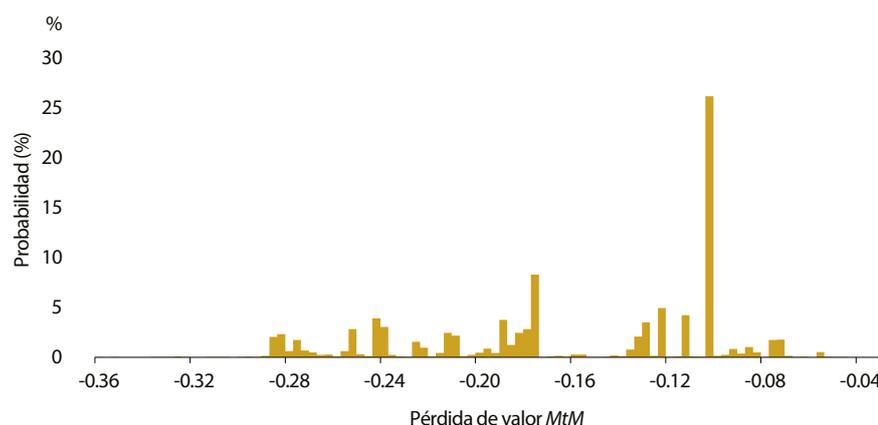
Fuente: CNMV y Refinitiv Eikon.

La elevada dispersión de las pérdidas en los activos de renta variable y en las inversiones en otros fondos de inversión se explica por la considerable heterogeneidad de la exposición a sectores de alta y baja emisión de gases de efecto invernadero (GEI). Especialmente importante, en este sentido, es el sector manufacturero, que, además de ser cuantitativamente muy relevante en la cartera de los fondos de inversión, muestra una variabilidad muy elevada en su exposición a emisores con diferentes grados de intensidad en sus emisiones de CO₂ y en sus calificaciones ASG. Las posiciones en renta variable de las inversiones en otros fondos de inversión muestran una pérdida media del 15,8 %, superior a la de la inversión directa en renta variable (véase gráfico 6). Se podría deducir que la exposición indirecta a activos de renta variable está más concentrada en sectores contaminantes que la exposición directa. Cabe destacar que el máximo observado en los activos de renta variable (con una pérdida aproximada del 10 %) se debe a la concentración de 3 de los principales grupos sector-país en esta posición: finanzas y seguros, información y servicios profesionales de EE. UU. Estos sectores están sujetos al mismo *shock* económico, lo que aumenta su probabilidad.

En cuanto a la deuda corporativa y soberana, un alto porcentaje de activos registraría pequeñas pérdidas. En el caso de la deuda corporativa, además del efecto mitigador de los bonos emitidos por empresas con baja huella de carbono, más de la mitad de la deuda corporativa (52 %) tiene un vencimiento corto y genera pérdidas

exiguas en un escenario de ampliación de los diferenciales de crédito. Por el contrario, los bonos corporativos con mayores pérdidas son emitidos por empresas de sectores más vulnerables, como el manufacturero y el de servicios públicos, y tienen vencimientos largos. Lo mismo ocurre con la deuda soberana, en la que casi la mitad de la cartera está compuesta por vencimientos a corto plazo y predominan los países emisores con menor exposición a la transición climática. En conjunto, el 56 % de los bonos soberanos de la cartera de los fondos experimentaría una pérdida inferior al 5 %.

Distribución de las pérdidas en el escenario A2 de transición desordenada de los fondos en los que invierten los fondos españoles GRÁFICO 6

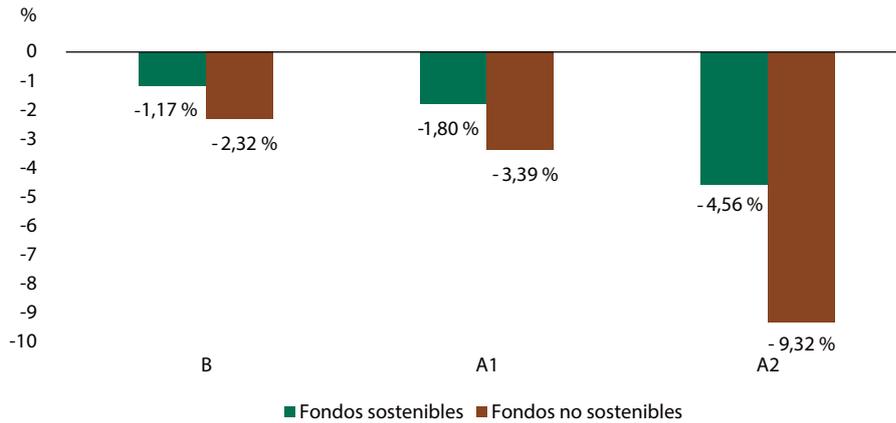


Fuente: CNMV y Refinitiv Eikon.

El análisis de las pérdidas muestra diferencias significativas entre los fondos con características sostenibles frente a los demás, cuando esta agrupación se realiza en función de la intensidad de carbono de los activos de la cartera. En los tres escenarios analizados, los fondos clasificados como no sostenibles presentan mayores pérdidas que los fondos clasificados como sostenibles. Esta diferencia es especialmente notable en el escenario más adverso (véase gráfico 7), en el que los fondos no sostenibles experimentarían una pérdida media del 9,3 %, más del doble de la estimada para los fondos sostenibles (4,6 %).

Pérdidas relativas de los fondos sostenibles y no sostenibles

GRÁFICO 7

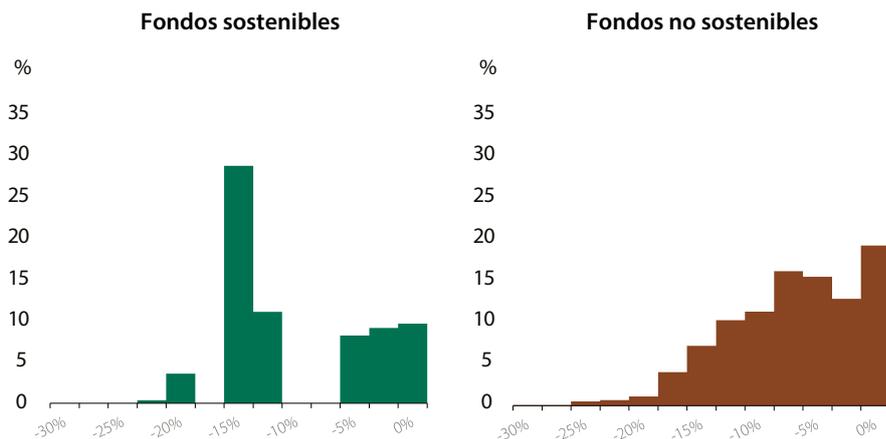


Fuente: CNMV y Refinitiv Eikon.

De acuerdo con la clasificación realizada, el grupo de fondos sostenibles está compuesto por 476 fondos, mientras que el grupo de fondos no sostenibles incluye 1.240 entidades. La distribución de las pérdidas totales de cada grupo revela diferencias notables e interesantes (véase gráfico 8): los fondos sostenibles muestran una mayor concentración de pérdidas menores (en torno al 10 %), mientras que los fondos no sostenibles presentan una mayor dispersión, con una proporción significativa que registra pérdidas superiores al 20 %. Este comportamiento sugiere que los fondos sostenibles pueden ofrecer una resistencia superior en escenarios de riesgo. Por el contrario, la mayor exposición de los fondos no sostenibles a sectores más contaminantes podría provocar pérdidas más extremas.

Distribución de las pérdidas distinguiendo entre fondos sostenibles y no sostenibles

GRÁFICO 8



Fuente: CNMV y Refinitiv Eikon.

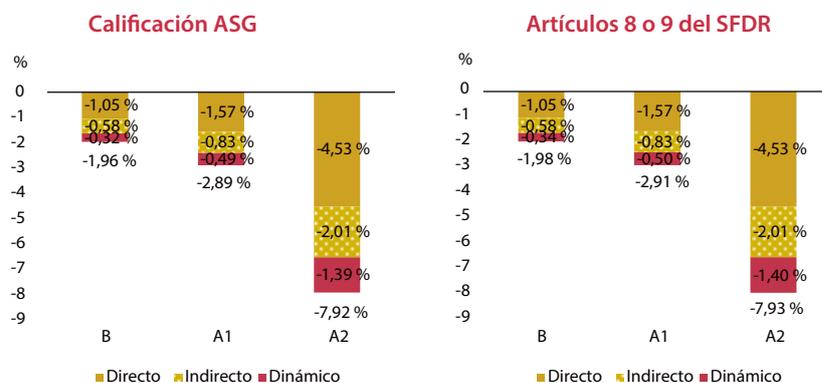
5 Análisis de robustez

Los resultados obtenidos se han contrastado con otras métricas de sostenibilidad: las calificaciones ASG de los emisores en cartera de los fondos y la adhesión a los artículos 8 o 9 del Reglamento SFDR. Se pretende comprobar la congruencia de los resultados conforme a estas tres medidas. Para las calificaciones ASG, un fondo se clasifica como sostenible si su puntuación ASG media ponderada es superior a 60 (en torno al primer cuartil). En cambio, para la clasificación SFDR, se consideran sostenibles los fondos adheridos a los artículos 8 y 9. Los artículos 8 y 9 del SFDR no constituyen una clasificación de fondos sostenibles, sino que ofrecen distintas opciones para registrar productos financieros que, según la opción elegida, determinan un conjunto específico de obligaciones de divulgación. Es decir, los artículos 8 y 9 no establecen requisitos mínimos de inversión sostenible y, por tanto, no garantizan el rendimiento en materia de sostenibilidad. Dicho esto, los productos financieros registrados conforme a los artículos 8 o 9 tienden a coincidir con aquellos que se comercializan como que integran características ASG o que persiguen un objetivo de inversión sostenible.

Las pérdidas agregadas de los fondos no cambian sustancialmente con las clasificaciones alternativas de fondos sostenibles y no sostenibles (véase gráfico 9): 7,9 % en el peor escenario según ambas clasificaciones. Las pérdidas asociadas a los efectos directos e indirectos ascienden al 6,5 % en cada caso. Respecto a los efectos de segunda ronda, que varían en función del criterio utilizado para segmentar los fondos con características de sostenibilidad, las pérdidas serían de 1,4 p.p. en el peor escenario tanto si el criterio se basa en las calificaciones ASG de la cartera de los fondos como en la información SFDR. Estas pérdidas en el ejercicio central—descrito en el epígrafe anterior— son ligeramente superiores (1,7 p.p.). Por tanto, en estas clasificaciones alternativas, la pérdida total estimada para los fondos de inversión (7,9 %) es inferior a la del ejercicio central y se explica por los efectos de segunda ronda.

Pérdidas en primera y segunda ronda según distintos criterios de clasificación de los fondos

GRÁFICO 9

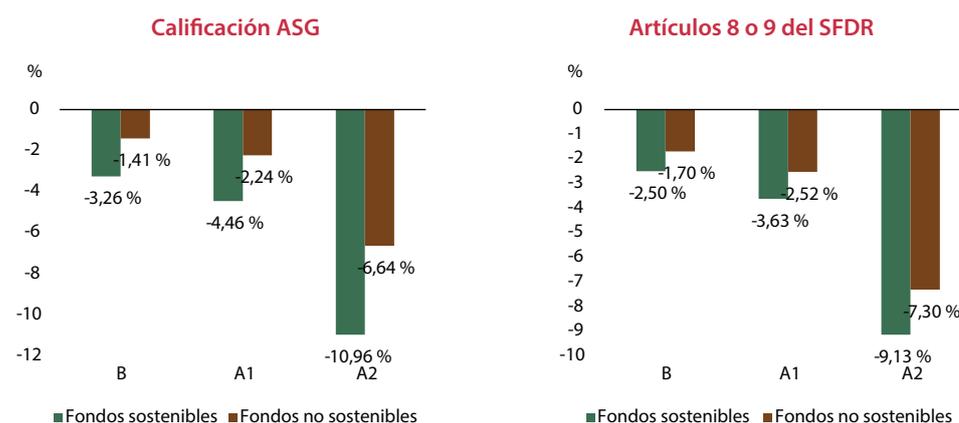


Fuente: CNMV y Refinitiv Eikon.

La principal diferencia con respecto al ejercicio central está relacionada con las pérdidas de los fondos sostenibles y no sostenibles. El análisis de estas pérdidas, sustentado en las dos clasificaciones alternativas, revela diferencias significativas con respecto a los resultados basados en el criterio de intensidad de carbono. Contrariamente a los resultados del ejercicio central, cuando se clasifican como sostenibles aquellos fondos que muestran altas calificaciones ASG o que están adheridos a los artículos 8 o 9 del Reglamento SFDR, los fondos sostenibles experimentan mayores pérdidas que los fondos no sostenibles (véase gráfico 10).

Pérdidas relativas de los fondos sostenibles y no sostenibles según distintos criterios de clasificación de fondos

GRÁFICO 10



Fuente: CNMV y Refinitiv Eikon.

En el escenario más adverso, los fondos sostenibles experimentarían pérdidas cercanas al 11,0 % y 9,1 % conforme a la calificación ASG y la clasificación SFDR, respectivamente, frente a una pérdida del 4,6 % en el ejercicio central. En el caso de los fondos no sostenibles, las clasificaciones ASG y SFDR arrojan pérdidas del 6,6 % y el 7,3 %, respectivamente, en contraste con la pérdida del 9,3 % observada en el ejercicio central. La diferencia de pérdidas entre fondos sostenibles y no sostenibles es menos pronunciada siguiendo la clasificación SFDR. Estos resultados son coherentes entre sí y concuerdan con la experiencia supervisora de la CNMV (CNMV, 2023): no solo la mayoría de las gestoras —el 93 % en el caso de la renta variable— han utilizado las calificaciones ASG de terceros para evaluar y registrar sus fondos como en los artículos 8 o 9 de la regulación SFDR, sino que carecen de objetivos climáticos concretos en sus estrategias de inversión y selección de constituyentes.

En segundo lugar, algunos elementos de los dos criterios alternativos podrían no ser del todo adecuados para evaluar el desempeño climático de los fondos. Por un lado, los *ratings* ASG incluyen información tanto sobre aspectos actuales como sobre compromisos futuros en materia de sostenibilidad, cuya realización puede estar sujeta a cierto grado de incertidumbre. Por otro lado, en ocasiones estos *ratings* se expresan de forma relativa dentro del sector correspondiente, lo que puede dar lugar a que empresas pertenecientes a sectores altamente emisores obtengan una calificación elevada si se encuentran en una posición comparativamente favorable dentro de su industria. Además, los *ratings* ASG valoran el conjunto de políticas y

prácticas de las entidades, mayoritariamente centradas en la transparencia y en el conjunto de aspectos ambientales, sociales y de gobernanza, pero no necesariamente en el desempeño climático. Este último —que incluye variables como los planes de transición, la reducción efectiva de emisiones o el alineamiento con la taxonomía climática— resultaría mucho más pertinente para el ejercicio que nos ocupa. También cabría considerar, en algunos casos, la posible presencia de prácticas de blanqueo ecológico.

6 Conclusión

Este estudio examina las pérdidas potenciales que podrían sufrir las carteras de los fondos españoles bajo un riesgo de transición climática utilizando un marco dinámico de pruebas de resistencia. Analizando 1.716 fondos de inversión que gestionan 337.000 millones de euros, se ha evaluado el posible impacto en el valor de la cartera de los fondos derivado de tres escenarios climáticos desarrollados por el ESRB. Los fondos se han clasificado como sostenibles o no sostenibles en función de la métrica de emisiones de carbono. Además, se han considerado dos métricas de sostenibilidad alternativas: las calificaciones ASG y la adhesión a los artículos 8 y 9 del SFDR.

El análisis revela que los fondos de inversión españoles experimentarían pérdidas que oscilarían entre el 2,1 % y el 8,2 % del valor de la cartera en función de la severidad del escenario. Además, las pérdidas de primera ronda (debidas a los *shocks* estáticos) son más significativas que las de segunda ronda (introducidas por los efectos dinámicos): 6,5 % y 1,7 %, respectivamente. Dentro de los efectos estáticos, las exposiciones directas muestran mayores pérdidas que las indirectas (4,5 % y 2,0 %, respectivamente). El escenario más adverso daría lugar a una pérdida agregada de aproximadamente 27.770 millones de euros, superior a las estimaciones anteriores debido a la incorporación de simulaciones dinámicas y al análisis de la exposición indirecta. Sin embargo, estos resultados señalan que los fondos de inversión españoles muestran una mayor resistencia a los *shocks* de transición climática en comparación con la media europea. Teniendo en cuenta el reequilibrio de las carteras por parte de los gestores de fondos, las pérdidas totales se reducen en un 30 % en todos los escenarios, lo que pone de manifiesto la relevancia de la respuesta de los gestores para mitigar las pérdidas potenciales.

Diferenciando entre tipos de activos, se encuentra que los activos de renta variable sufrirían las mayores pérdidas (16,1 %), seguidos de las inversiones en otros fondos (9,5 %), los bonos corporativos (5,2 %) y la deuda soberana (4,4 %). La deuda corporativa y la deuda soberana registrarían menores pérdidas debido a factores atenuantes como los emisores con bajas emisiones de carbono y los vencimientos a corto plazo. Considerando los datos por sectores, las pérdidas más cuantiosas en las inversiones en renta variable estarían relacionadas con la importante variabilidad de las emisiones de CO₂ dentro de cada sector y entre sectores, en particular en el sector manufacturero. También llama la atención que las inversiones indirectas en renta variable (a través de otros fondos) se concentren en sectores más contaminantes en comparación con las exposiciones directas a renta variable.

A nivel de compartimento, se ha observado que los fondos con mayores pérdidas invierten, sobre todo, en sectores —especialmente en renta variable— con una elevada intensidad de carbono. Por el contrario, los fondos con mejores resultados tienen grandes posiciones en deuda pública, *repos* y activos líquidos, que están menos expuestos a los riesgos de la transición climática.

Al considerar las pérdidas totales, los resultados obtenidos utilizando medidas alternativas de sostenibilidad (calificaciones ASG y adhesión a los artículos 8 y 9 del SFDR) son muy parecidos a los obtenidos utilizando la medida principal de emisiones de CO₂. Según ambas medidas alternativas, los fondos españoles experimentarían pérdidas que oscilarían entre el 2,0 % y el 7,9 % del valor de la cartera, dependiendo de la severidad del escenario. Sin embargo, al desagregar las pérdidas de los fondos según su nivel de sostenibilidad, surgen diferencias relevantes. Utilizando las emisiones de carbono como métrica, se observa que los fondos no sostenibles (aquellos con emisiones superiores a 35) experimentarían mayores pérdidas (9,3 %) que los fondos sostenibles (4,5 %). Sin embargo, cuando se aplican métricas de sostenibilidad alternativas, los resultados difieren significativamente. En concreto, utilizando métricas como las calificaciones ASG o la adhesión a los artículos 8 y 9 del SFDR, los fondos sostenibles muestran pérdidas relativamente mayores (11,0 % y 9,1 %, respectivamente) que los fondos no sostenibles (6,6 % y 7,3 %, respectivamente). Esta divergencia puede atribuirse a la naturaleza de las métricas: las emisiones de carbono reflejan el impacto ambiental actual —pese a las limitaciones metodológicas previamente señaladas—, mientras que las medidas alternativas son prospectivas y presentan otras limitaciones analíticas. Estos resultados ponen de relieve la importancia de considerar múltiples métricas directamente relacionadas con la gestión del cambio climático al evaluar la resiliencia, ya que utilizar una única medida puede condicionar las conclusiones.

No obstante, el análisis presenta ciertas limitaciones, como los supuestos incorporados en las simulaciones de *shocks* y la dependencia de las métricas de sostenibilidad empleadas. Investigaciones futuras podrían ampliar este marco a otros mercados o explorar mecanismos adicionales de transmisión del riesgo.

Los resultados ponen de relieve la necesidad de establecer objetivos climáticos concretos para los fondos denominados sostenibles —y más ampliamente, de transición—, tales como la reducción de las emisiones de sus carteras, el desarrollo de planes de transición o el alineamiento con la Taxonomía de la UE. Asimismo, se hace patente el imperativo de evaluar la exposición a los riesgos físicos y de transición, así como su gestión diferenciada, para después integrarlos en un enfoque coherente. Estos esfuerzos contribuirán a mejorar la comprensión de la compleja interacción entre los riesgos climáticos y la estabilidad financiera en la gestión de carteras.

Referencias

Amzallag, A., Harris, A. y Reiche, P. (2023). *Dynamic modelling of climate-related shocks in the fund sector*. ESMA TRV Risk Analysis. Disponible en: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-12/ESMA50-524821-3073_TRV_Article_Dynamic_modelling_climate_shocks_fund_sector.pdf

Cambón, M.I. y Losada, R. (2013). *Evidence from purchases and redemptions in the Spanish equity fund market*. CNMV, Documento de Trabajo, n.º 56. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Doc_N56_ENen.pdf

Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) (2023). *Resultados de la revisión de la primera fase de la implementación en las IIC de la normativa sobre sostenibilidad*. Disponible en: <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t=%7bbe599feb-4358-4371-8991-9306acf24abo%7d>

Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) (2024). *Intermediación financiera no bancaria en España. Ejercicio 2023*. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/Monitor_IFNB_2023_ES.pdf

Crisóstomo, R. (2022). *Measuring Transition Risk in Investment Funds*. CNMV, Documento de Trabajo, n.º 81. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/DT_81_Measuring_Transition_Risken.pdf

European Banking Authority (EBA), European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA), European Securities and Markets Authority (ESMA) and European Central Bank (ECB) (2024). *Fit-For-55 climate scenario analysis*. Disponible en: <https://www.eba.europa.eu/risk-and-data-analysis/risk-analysis/risk-monitoring/climate-risk-stress-testing-eu-banks/one-fit-55-climate-risk-scenario-analysis>

European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) (2022). *2022 IORP Stress Test: Technical Specifications*. EIOPA-22-310, 4 April 2022. Disponible en: https://www.eiopa.europa.eu/system/files/2022-04/eiopa-22-310_2022_iorp_st_technical_specifications.pdf

European Systemic Risk Board (ESRB) (2023). *Climate-related scenarios for the one-off Fit-for-55 scenario analysis exercise*. Disponible en: https://www.esrb.europa.eu/mppa/stress/shared/pdf/esrb.stress_test241119~397b375f75.en.pdf

Gourdel R. y Sydow, M. (2023). «Non-banks contagion and the uneven mitigation of climate risk». *International Review of Financial Analysis*, Vol. 89. Disponible en: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1057521923002557>

Grinblatt, M., Titman, S. y Wermers, R. (1995). «Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior». *American Economic Review*, Vol. 85, pp. 1088-1105. Disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=5686

Renneboog, L., Ter Horst, J. y Zhang, C. (2011). «Is ethical money financially smart? Nonfinancial attributes and money flows of socially responsible investment funds». *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 20, n.º 4, pp. 562–588. Disponible en: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1042957310000537?via%3Dihub>

The World Bank. Sovereign ESG Data Framework. Disponible en: <https://esgdata.worldbank.org/data/framework?lang=en>

Unión Europea (2019). Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019 sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros. *Diario Oficial de la Unión Europea*. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R2088>

III Anexo legislativo

Desde la publicación del *Boletín de la CNMV* correspondiente al primer semestre de 2024 se han producido las siguientes novedades legislativas:

Normativa nacional

- **Real Decreto 1125/2024, de 5 de noviembre**, por el que se regulan la organización y los instrumentos operativos para la Administración Digital de la Administración del Estado.

Se regula que el Gobierno aprobará la Estrategia en materia de tecnologías de la información y las comunicaciones —Estrategia TIC—, así como sus revisiones. La Estrategia TIC determinará los objetivos, principios y acciones para el desarrollo de la administración digital y la transformación digital de la Administración General del Estado y sus organismos públicos y entidades de derecho público vinculados o dependientes.

Se deroga el Real Decreto 806/2014, de 19 de septiembre, sobre organización e instrumentos operativos de las tecnologías de la información y las comunicaciones en la Administración General del Estado y sus Organismos Públicos.

- **Real Decreto-ley 9/2024, de 23 de diciembre**, por el que se adoptan medidas urgentes en materia económica, tributaria, de transporte, y de Seguridad Social, y se prorrogan determinadas medidas para hacer frente a situaciones de vulnerabilidad social.

Se modifica la disposición transitoria única del Real Decreto-ley 34/2020, de 17 de noviembre, de medidas urgentes de apoyo a la solvencia empresarial y al sector energético, y en materia tributaria, sobre el régimen transitorio de suspensión de liberalización de determinadas inversiones extranjeras directas realizadas por residentes de otros países de la Unión Europea y de la Asociación Europea de Libre Comercio, que se aplicará hasta el 31 de diciembre de 2026.

Comisión Nacional del Mercado de Valores

- **Resolución de 4 de octubre de 2024**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica el Convenio con la Universidad Internacional Villanueva, para la realización de prácticas externas curriculares y extracurriculares del alumnado de titulaciones oficiales de Grado y Máster.
- **Resolución de 12 de diciembre de 2024**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica el Convenio con la Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores, por el que se concede la subvención a la fundación para la financiación de las actividades y cumplimiento de los fines fundacionales durante 2025.

- **Circular 1/2024, de 17 de diciembre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se deroga la Circular 1/2022, de 10 de enero, relativa a la publicidad sobre criptoactivos presentados como objeto de inversión.

Esta circular deroga 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. Se justifica en que la aprobación de un reglamento comunitario sobre criptoactivos ha determinado que la habilitación normativa prevista en el artículo 247 de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión haya perdido uno de sus presupuestos cual es la inexistencia de un marco normativo europeo apropiado y, además de esto, que no sea posible establecer una normativa nacional sobre los aspectos regulados a nivel europeo.

- **Acuerdo de 5 de marzo de 2025**, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre delegación de competencias.
- **Resolución de 5 de marzo de 2025**, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica el Reglamento de Régimen Interior.

Se crea un nuevo departamento que depende directamente de la persona titular de la Vicepresidencia de la CNMV y que aglutina las funciones que corresponden a la CNMV en materia de protección del inversor, educación financiera y prevención del fraude financiero.

- **Circular 1/2025, de 5 de marzo**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifican la Circular 6/2008, de 26 de noviembre; la Circular 11/2008, de 30 de diciembre, y la Circular 4/2016, de 29 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Esta circular tiene por objetivo incorporar modificaciones en las circulares de la CNMV citadas para mejorar la práctica supervisora.

La presente circular entrará en vigor a los 20 días de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*, con excepción de los estados reservados a los que hace referencia la norma primera. Los primeros estados reservados exigibles de acuerdo con dicha norma serán los referidos a 31 de diciembre de 2025.

Se modifica:

- La Circular 6/2008, de 26 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre la determinación del valor liquidativo y aspectos operativos de las instituciones de inversión colectiva, para adaptar las normas acerca de la comisión de gestión sobre resultados contenidas en esta circular a los requisitos que sobre esta comisión establecen las Directrices de ESMA sobre las comisiones de gestión sobre resultados en OICVM y ciertos tipos de FIA.

- La Circular 11/2008, de 30 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las entidades de capital riesgo, exigiendo que los fondos de inversión a largo plazo europeos (FILPE) presenten a la CNMV los modelos de estados de información pública y reservada, con el objetivo de equipararlos al reporte que actualmente realizan el resto de entidades reguladas por la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

Se regula que la presentación de informes de seguimiento se remita a través del servicio CIFRADO/CNMV, en el registro electrónico de la CNMV, como documento electrónico, de acuerdo con lo establecido en la Resolución de 16 de noviembre de 2011, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores por la que se crea y regula el Registro Electrónico de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, dentro de los 9 primeros meses del ejercicio siguiente al que correspondan las cuentas anuales.

Además, en esta circular se modifican aspectos sobre los estados reservados para mejorar la supervisión de las entidades de su ámbito de aplicación y otros elementos para adaptar los modelos a los últimos cambios normativos, especialmente en el ámbito de coeficientes.

- La Circular 4/2016, de 29 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre las funciones de los depositarios de instituciones de inversión colectiva y entidades reguladas por la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, exigiendo la presentación como documento electrónico normalizado, para los depositarios de entidades reguladas en la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, del informe de periodicidad anual sobre el cumplimiento de la función de vigilancia y supervisión.

Otros

- **Resolución de 26 de diciembre de 2024**, de la Subsecretaría, por la que se publica el Convenio entre la Secretaría General de Administración Digital y la Comisión Nacional del Mercado de Valores, para la asignación de equipos portátiles y/o separables dentro de la iniciativa «Puesto de Trabajo Inteligente», en el marco del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia —financiado por la Unión Europea— Next Generation EU.

European Securities Markets Authority (ESMA)

- Directrices en los nombres de los fondos que utilicen el término ESG o términos relacionados con la sostenibilidad (21.08.2024). European Securities Markets Authority (ESMA).
- Directrices conjuntas sobre la cooperación en materia de supervisión y sobre el intercambio de información entre las AES y las autoridades competentes en virtud del Reglamento (UE) 2022/2554 conjuntas sobre la cooperación en materia de supervisión y sobre el intercambio de información entre las AES y las autoridades competentes en virtud del Reglamento (UE) 2022/2554 (06.11.2024). European Securities Markets Authority (ESMA) / European Banking Authority (EBA) / European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA).
- Directrices conjuntas de la ABE y la AEVM sobre la evaluación de la idoneidad de los miembros del órgano de dirección de los emisores de fichas referenciadas a activos y de los proveedores de servicios de criptoactivos. Directrices conjuntas sobre la evaluación de la idoneidad de los accionistas o de los miembros, directos o indirectos, con participaciones cualificadas en emisores de ART o de PSC (04.12.2024). European Banking Authority (EBA) / European Securities and Markets Authority (ESMA).

Normativa europea (por orden de publicación en el DOUE)

- Reglamento (UE) 2024/2987 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2024, por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 648/2012, (UE) n.º 575/2013 y (UE) 2017/1131 por lo que respecta a las medidas para atenuar las exposiciones excesivas a entidades de contrapartida central de terceros países y para mejorar la eficiencia de los mercados de compensación de la Unión.

Publicado en el DOUE (L) n.º 2987, de 4/12/2024, pp. 1-71.

- Reglamento Delegado (UE) 2025/292 de la Comisión, de 26 de septiembre de 2024, por el que se completa el Reglamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación por las que se establece un modelo para los acuerdos de cooperación entre las autoridades competentes y las autoridades de supervisión de terceros países.

Publicado en el DOUE (L) n.º 292 de 13/02/2025, pp. 1-5.

- Reglamento Delegado (UE) 2025/293 de la Comisión, de 30 de septiembre de 2024, por el que se completa el Reglamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican los requisitos, las plantillas y los procedimientos para la tramitación de reclamaciones relativas a fichas referenciadas a activos.

Publicado en el DOUE (L) n.º 293 de 13/02/2025, pp. 1-10.

- **Reglamento Delegado (UE) 2025/294 de la Comisión**, de 1 de octubre de 2024, por el que se completa el Reglamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican los requisitos, las plantillas y los procedimientos para la tramitación de reclamaciones por los proveedores de servicios de criptoactivos.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 294 de 13/02/2025, pp. 1-9.

- **Reglamento Delegado (UE) 2025/295 de la Comisión**, de 24 de octubre de 2024, por el que se completa el Reglamento (UE) 2022/2554 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la armonización de las condiciones que permiten llevar a cabo las actividades de supervisión.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 295 de 13/02/2025, pp. 1-10.

- **Reglamento Delegado (UE) 2025/296 de la Comisión**, de 31 de octubre de 2024, por el que se completa el Reglamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación en las que se especifica el procedimiento para la aprobación de un libro blanco de criptoactivos.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 296 de 13/02/2025, pp. 1-5.

- **Reglamento Delegado (UE) 2025/297 de la Comisión**, de 31 de octubre de 2024, por el que se completa el Reglamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación en las que se especifican las condiciones para la creación y el funcionamiento de los colegios consultivos de supervisión.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 297 de 13/02/2025, pp. 1-7.

- **Reglamento Delegado (UE) 2025/298 de la Comisión**, de 31 de octubre de 2024, por el que se completa el Reglamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican la metodología para estimar el número y el valor de las operaciones que conllevan la utilización de fichas referenciadas a activos y de fichas de dinero electrónico denominadas en una moneda que no sea una moneda oficial de un Estado miembro como medio de cambio.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 298 de 13/02/2025, pp. 1-5.

- **Reglamento Delegado (UE) 2025/301 de la Comisión**, de 23 de octubre de 2024, por el que se completa el Reglamento (UE) 2022/2554 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican el contenido y los plazos para la notificación inicial y los informes intermedio y final sobre incidentes graves relacionados con las TIC, así como el contenido de la notificación voluntaria de ciberamenazas importantes.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 301 de 13/02/2025, pp. 1-5.

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2025/302 de la Comisión**, de 23 de octubre de 2024, por el que se establecen normas técnicas de ejecución para la aplicación del Reglamento (UE) 2022/2554 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a los formularios, las plantillas y los procedimientos normalizados que deberán aplicar las entidades financieras para informar de un incidente grave relacionado con las TIC y para notificar una ciberamenaza importante.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 302 de 13/02/2025, pp. 1-44.

- **Reglamento Delegado (UE) 2025/303 de la Comisión**, de 31 de octubre de 2024, por el que se completa el Reglamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican la información que deben incluir determinadas entidades financieras en la notificación de su intención de prestar servicios de criptoactivos.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 303 de 13/02/2025, pp. 1-11.

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2025/304 de la Comisión**, de 31 de octubre de 2024, por el que se establecen normas técnicas de ejecución para la aplicación del Reglamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a los formularios, plantillas y procedimientos normalizados para la notificación por parte de determinadas entidades financieras de su intención de prestar servicios de criptoactivos.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 304 de 13/02/2025, pp. 1-6.

- **Reglamento Delegado (UE) 2025/415 de la Comisión**, de 13 de diciembre de 2024, por el que se completa el Reglamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican el ajuste de los requisitos de fondos propios y las características mínimas de los programas de pruebas de resistencia de los emisores de fichas referenciadas a activos o de fichas de dinero electrónico.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 415 de 24/03/2025, pp. 1-8.

- **Reglamento Delegado (UE) 2025/418 de la Comisión**, de 16 de diciembre de 2024, por el que se completa el Reglamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican el contenido mínimo del sistema de gobernanza en relación con la política de remuneración de los emisores de fichas significativas referenciadas a activos o de dinero electrónico.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 418 de 24/03/2025, pp. 1-8.

- **Reglamento Delegado (UE) 2025/419 de la Comisión**, de 16 de diciembre de 2024, por el que se completa el Reglamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación en las que se especifican el procedimiento y los plazos para que un emisor de fichas referenciadas a activos o de fichas de dinero electrónico ajuste el importe de sus fondos propios.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 419 de 24/03/2025, pp. 1-3.

- **Reglamento Delegado (UE) 2025/421 de la Comisión**, de 16 de diciembre de 2024, por el que se completa el Reglamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación en las que se especifican los datos necesarios para la clasificación de los libros blancos de criptoactivos y las disposiciones prácticas para garantizar que dichos datos sean legibles por máquina.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 421 de 24/03/2025, pp. 1-7.

IV Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emisiones y OPV¹

CUADRO 1.1

	2022	2023	2024	2024				2025
				I	II	III	IV	I
NÚMERO DE EMISORES								
Total	27	20	28	8	14	12	13	10
Ampliaciones de capital	27	20	29	8	14	12	13	9
Ofertas públicas de suscripción de valores	1	0	2	0	1	0	1	1
Ampliaciones de capital liberadas	12	11	10	3	4	4	4	3
De las cuales dividendo elección	11	10	8	3	4	3	3	3
Ampliaciones de capital por conversión	4	3	6	2	6	3	2	0
De contrapartida no monetaria	2	1	2	0	1	0	1	0
Con derecho de suscripción preferente	2	2	3	1	1	1	0	3
Sin negociación de derechos de suscripción	10	4	12	3	4	4	6	3
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0	0	1	0	1	0	0	1
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	55	39	67	9	27	14	17	13
Ampliaciones de capital	55	39	65	9	26	14	17	12
Ofertas públicas de suscripción de valores	1	0	2	0	2	0	1	3
Ampliaciones de capital liberadas	16	15	15	3	4	4	4	3
De las cuales dividendo elección	15	14	13	3	4	3	3	3
Ampliaciones de capital por conversión	14	14	24	2	13	5	4	0
De contrapartida no monetaria	5	1	3	0	2	0	1	0
Con derecho de suscripción preferente	2	2	3	1	1	1	0	3
Sin negociación de derechos de suscripción	17	7	18	3	4	4	7	3
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0	0	1	0	1	0	0	1
IMPORTE EFECTIVO (millones de euros)								
Total	6.111,8	3.677,5	9.321,2	1.086,9	4.075,5	3.526,1	632,7	2.163,7
Ampliaciones de capital	6.111,8	3.677,5	7.933,2	1.086,9	2.687,5	3.526,1	632,7	2.026,6
Ofertas públicas de suscripción de valores	200,0	0,0	1.559,5	0,0	1.384,5	0,0	175,0	839,1
Ampliaciones de capital liberadas	3.591,5	3.281,0	3.524,0	939,4	251,4	1.963,0	370,1	1.140,4
De las cuales dividendo elección	3.590,0	3.279,5	3.522,2	939,4	251,4	1.962,9	368,5	1.140,4
Ampliaciones de capital por conversión	81,6	51,5	384,0	12,2	364,1	5,9	1,9	0,0
De contrapartida no monetaria ²	1.381,2	5,2	263,4	0,0	259,6	0,0	3,8	0,0
Con derecho de suscripción preferente	254,2	181,1	94,8	39,8	42,9	12,0	0,0	108,0
Sin negociación de derechos de suscripción	603,3	158,5	2.107,4	95,4	384,8	1.545,2	81,9	53,2
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0,0	0,0	1.388,1	0,0	1.388,1	0,0	0,0	23,0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	529,6	277,3	737,8	78,9	118,0	438,7	102,2	187,3
Ampliaciones de capital	529,6	277,3	719,3	78,9	99,8	438,7	102,2	187,1
Ofertas públicas de suscripción de valores	0,8	0,0	4,9	0,0	3,5	0,0	1,7	0,7
Ampliaciones de capital liberadas	334,4	208,8	204,3	68,2	1,6	114,7	19,8	74,9
De las cuales dividendo elección	332,9	207,3	202,6	68,2	1,6	114,5	18,2	74,9
Ampliaciones de capital por conversión	6,5	40,7	23,0	2,1	18,0	2,8	0,1	0,0
De contrapartida no monetaria	19,3	0,8	4,4	0,0	0,6	0,0	3,8	0,0
Con derecho de suscripción preferente	22,9	21,8	17,7	2,6	7,1	8,0	0,0	100,3
Sin negociación de derechos de suscripción	145,6	5,1	464,9	5,9	68,9	313,3	76,8	11,3
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0,0	0,0	18,2	0,0	18,2	0,0	0,0	0,0
Pro memoria: operaciones en BME Growth³								
Número de emisores	41	35	36	14	14	15	19	14
Número de emisiones	88	111	116	31	27	23	35	23
Importe efectivo (millones de euros)	2.329,5	1.517,9	884,6	75,6	67,1	99,5	642,4	140,7
Ampliaciones de capital	2.329,5	1.517,9	884,6	75,6	67,1	99,5	642,4	140,7
De ellas, mediante OPS	1.487,1	986,7	469,2	0,0	30,3	0,0	438,9	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

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

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

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

Sociedades admitidas a cotización¹

CUADRO 1.2

	2022	2023	2024	2024				2025
				I	II	III	IV	I
Mercado continuo (MC). Total ²	121	120	121	120	120	120	121	121
Empresas extranjeras	6	8	8	8	8	8	8	9
Segundo mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Madrid	0	0	0	0	0	0	0	0
Barcelona	0	0	0	0	0	0	0	0
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	0	0	0	0	0	0	0	0
Corros	9	8	8	8	8	8	8	7
Madrid	3	3	3	3	3	3	3	3
Barcelona	6	5	6	6	6	6	6	5
Bilbao	2	0	2	2	2	2	2	2
Valencia	0	2	0	0	0	0	0	0
BME MTF Equity ³	1.349	655	659	655	659	648	659	655
Latibex	19	18	18	18	18	18	18	18

1 Datos al final del periodo.

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

3 Antes MAB.

Capitalización¹

CUADRO 1.3

Millones de euros

	2022	2023	2024	2024				2025
				I	II	III	IV	I
Mercado continuo (MC). Total ²	724.476,0	862.511,2	952.069,9	927.728,4	891.512,5	958.220,3	952.069,9	1.055.903,4
Empresas extranjeras ³	141.178,4	195.490,0	207.284,8	218.450,2	182.002,4	189.455,3	207.284,8	225.334,6
Ibex 35	438.222,8	520.388,7	592.855,6	569.051,0	561.223,0	609.936,1	592.855,6	671.968,5
Segundo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros	1.227,9	1.366,5	1.767,7	1.417,4	1.508,1	1.665,2	1.767,7	1.876,3
Madrid	32,8	33,2	37,7	31,2	29,3	27,7	37,7	37,7
Barcelona	1.201,5	1.234,0	1.236,5	1.398,6	1.489,4	1.646,4	1.749,0	1.857,5
Bilbao	0,0	14,7	18,9	14,7	14,7	13,1	18,9	18,9
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BME MTF Equity ⁴	39.070,4	34.634,1	38.160,8	36.299,1	37.169,5	37.863,4	38.160,8	38.213,8
Latibex	228,5	305,9	322,8	302,5	313,6	315,2	322,8	379,6

1 Datos al final del periodo.

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

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

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

Contratación efectiva

CUADRO 1.4

Millones de euros

	2022	2023	2024	2024				2025
				I	II	III	IV	I
Mercado continuo (MC). Total ¹	356.572,7	296.496,0	314.244,3	76.400,3	96.379,6	64.881,5	76.582,9	85.791,0
Empresas extranjeras	4.770,9	6.394,7	13.245,4	2.637,1	4.018,3	2.584,4	4.005,6	4.025,9
Segundo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros	8,3	2,3	6,5	2,5	0,9	0,9	2,2	1,7
Madrid	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	7,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilbao	0,0	2,3	6,5	2,5	0,9	0,9	2,2	1,7
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BME MTF Equity ²	3.837,3	2.871,5	3.602,8	862,2	750,5	615,9	1.374,2	758,4
Latibex	93,4	65,7	154,5	35,5	45,0	32,6	41,4	61,4

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

2 Antes MAB.

Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación¹

CUADRO 1.5

Millones de euros

	2022	2023	2024	2024				2025
				I	II	III	IV	I
En sesión	342.364,3	290.657,5	301.562,5	73.449,3	90.825,3	62.765,2	74.522,6	84.205,9
Órdenes	247.439,8	209.439,7	227.933,1	58.228,2	64.012,4	50.889,5	54.802,9	70.504,7
Aplicaciones	35.058,8	27.822,5	28.827,4	7.946,7	8.265,7	6.041,4	6.573,6	7.892,5
Bloques	59.865,7	53.395,3	44.802,0	7.274,4	18.547,3	5.834,3	13.146,1	5.808,7
Fuera de hora	3.873,0	2.291,9	2.648,8	1.194,9	518,4	457,4	478,1	135,9
Autorizadas	867,1	387,0	419,0	51,4	104,0	204,4	59,2	60,6
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opas	5.125,0	0,0	2.473,3	994,5	1.168,9	0,0	309,9	54,4
OPV	467,5	72,4	3.700,6	0,0	2.997,3	616,7	86,6	193,3
Toma de razón	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ejercicio de opciones	2.458,4	2.175,3	2.235,8	412,9	555,7	509,8	757,4	489,9
Operaciones de cobertura	1.417,5	911,9	1.204,3	297,3	210,0	328,0	369,0	651,0

1 No incluye ETF (Exchange Traded Funds).

1.2 Renta fija

Emisiones brutas a largo plazo registradas en la CNMV

CUADRO 1.6

	2022	2023	2024	2024				2025
				I	II	III	IV	I
NÚMERO DE EMISORES								
Total	27	28	17	7	4	3	3	5
Cédulas hipotecarias	8	9	4	4	0	0	0	1
Cédulas territoriales	3	1	0	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	9	10	1	1	0	0	0	1
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	1	1	1	0	0	0	0
Bonos de titulización	11	11	11	1	4	3	3	2
Otras emisiones de renta fija	0	2	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	3	1	1	0	0	0	1
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	127	109	59	10	16	18	15	6
Cédulas hipotecarias	21	18	5	5	0	0	0	1
Cédulas territoriales	4	1	0	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	49	31	1	1	0	0	0	1
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	1	1	1	0	0	0	0
Bonos de titulización	53	52	51	2	16	18	15	3
Otras emisiones de renta fija	0	3	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	3	1	1	0	0	0	1
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	84.866,9	54.982,6	18.790,0	6.050,0	8.131,1	2.370,2	2.238,7	6.436,0
Cédulas hipotecarias	31.350,0	20.550,0	2.700,0	2.700,0	0,0	0,0	0,0	500,0
Cédulas territoriales	3.540,0	750,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	29.332,2	14.156,9	500,0	500,0	0,0	0,0	0,0	500,0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0,0	130,0	100,0	100,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulización	20.644,7	14.665,5	14.740,0	2.000,0	8.131,1	2.370,2	2.238,7	4.436,0
Otras emisiones de renta fija	0,0	3.380,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	0,0	1.350,0	750,0	750,0	0,0	0,0	0,0	1.000,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	1.825,1	3.864,3	2.119,7	950,0	525,4	303,9	340,4	1.570,0

Admisión al mercado AIAF¹

CUADRO 1.7

Importes nominales en millones de euros

	2022	2023	2024	2024				2025
				I	II	III	IV	I
Total	98.766,9	75.208,8	51.264,0	12.170,3	13.903,8	11.007,0	14.182,9	19.365,8
Pagarés	39.524,5	25.705,6	12.277,8	2.450,8	2.654,9	4.421,1	2.751,0	5.343,0
Bonos y obligaciones	3.707,7	6.215,2	4.546,2	1.719,5	767,8	1.215,7	843,2	2.236,8
Cédulas hipotecarias	0,0	130,0	100,0	0,0	100,0	0,0	0,0	0,0
Cédulas territoriales	31.350,0	22.750,0	16.500,0	4.500,0	1.750,0	3.000,0	7.250,0	6.000,0
Bonos de titulización	3.540,0	750,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	20.644,7	14.808,0	14.740,0	2.000,0	8.131,1	2.370,2	2.238,7	4.436,0
Bonos matador	0,0	1.350,0	750,0	750,0	0,0	0,0	0,0	1.000,0
Otras emisiones de renta fija	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

¹ Solo incluye renta fija privada.

	2022	2023	2024	2024				2025
				I	II	III	IV	I
NÚMERO DE EMISORES								
Total	272	265	244	259	256	254	244	237
Renta fija privada	236	231	216	225	222	220	216	209
Pagarés	6	9	12	9	11	11	12	12
Bonos y obligaciones	31	31	28	31	31	29	28	27
Cédulas hipotecarias	23	24	23	23	23	23	23	23
Cédulas territoriales	4	5	4	5	4	4	4	4
Bonos de titulación	187	178	166	174	169	169	166	160
Participaciones preferentes	5	5	5	5	5	5	5	5
Bonos matador	3	3	3	3	3	3	3	3
Deuda pública	36	34	28	34	34	34	28	28
Letras del Tesoro	1	1	1	1	1	1	1	1
Bonos y obligaciones del Estado	1	1	1	1	1	1	1	1
Deuda autonómica	14	12	12	12	12	12	12	12
Deuda pública extranjera	13	12	7	12	12	12	7	7
Otra deuda pública	9	9	8	9	9	9	8	8
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	2.353	2.221	2.125	2.163	2.196	2.204	2.125	2.093
Renta fija privada	1.370	1.228	1.159	1.199	1.174	1.210	1.159	1.131
Pagarés	121	146	154	140	135	181	154	163
Bonos y obligaciones	367	231	187	223	218	199	187	186
Cédulas hipotecarias	156	154	148	155	151	153	148	145
Cédulas territoriales	13	12	8	12	11	11	8	8
Bonos de titulación	699	671	649	654	646	653	649	615
Participaciones preferentes	11	11	10	12	10	10	10	11
Bonos matador	3	3	3	3	3	3	3	3
Deuda pública	983	993	966	964	1.022	994	966	962
Letras del Tesoro	12	12	12	12	12	12	12	12
Bonos y obligaciones del Estado	232	227	226	231	228	225	226	233
Deuda autonómica	155	148	152	151	156	155	152	153
Deuda pública extranjera	560	576	545	538	592	566	545	532
Otra deuda pública	24	30	31	32	34	36	31	32
SALDO VIVO¹ (millones de euros)								
Total	6.036.311,1	10.012.218,8	10.328.502,8	9.862.073,3	10.404.616,1	10.365.689,5	10.328.502,8	10.267.323,6
Renta fija privada	384.144,5	376.059,6	351.661,2	370.395,4	365.826,1	364.448,1	351.661,2	342.765,2
Pagarés	8.715,2	7.353,6	5.703,3	6.742,4	6.425,1	6.188,4	5.703,3	5.857,8
Bonos y obligaciones	37.838,3	43.165,8	40.599,2	42.624,0	42.023,5	41.315,1	40.599,2	40.338,9
Cédulas hipotecarias	175.698,3	175.818,0	173.481,0	175.667,9	174.023,0	176.984,8	173.481,0	169.076,9
Cédulas territoriales	12.585,0	13.040,0	8.290,0	13.040,0	12.790,0	12.790,0	8.290,0	8.290,0
Bonos de titulación	140.888,0	128.512,5	116.668,1	124.006,4	123.644,9	120.250,2	116.668,1	112.117,5
Participaciones preferentes	8.225,0	7.975,0	6.725,0	8.120,0	6.725,0	6.725,0	6.725,0	6.889,4
Bonos matador	194,6	194,6	194,6	194,6	194,6	194,6	194,6	194,6
Deuda pública	5.652.166,6	9.636.159,3	9.976.841,6	9.491.677,9	10.038.790,0	10.001.241,3	9.976.841,6	9.924.558,4
Letras del Tesoro	74.881,0	71.599,3	74.679,7	71.590,1	72.659,3	74.445,5	74.679,7	77.359,4
Bonos y obligaciones del Estado	1.184.497,3	1.273.792,3	1.334.750,8	1.319.220,7	1.326.567,0	1.344.198,5	1.334.750,8	1.378.135,2
Deuda autonómica	35.109,3	36.592,0	37.217,8	38.009,1	37.742,8	37.265,9	37.217,8	39.138,0
Deuda pública extranjera	4.339.951,8	8.214.367,3	8.487.736,2	8.021.446,0	8.559.310,6	8.501.693,1	8.487.736,2	8.387.422,4
Otra deuda pública	17.727,1	39.808,4	42.457,1	41.412,0	42.510,3	43.638,3	42.457,1	42.503,5

¹ Importes nominales.

AIAF. Contratación

CUADRO 1.9

Importes nominales en millones de euros

	2022	2023	2024	2024				2025
				I	II	III	IV	I
POR TIPO DE ACTIVO								
Total	18.782,9	22.968,1	5.009,7	2.242,1	1.360,3	732,5	674,8	627,9
Renta fija privada	106,7	102,1	101,1	29,6	31,2	19,3	20,9	12,6
Pagarés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones	105,8	100,2	100,5	29,4	30,8	19,3	20,9	12,6
Cédulas hipotecarias	0,0	0,7	0,2	0,2	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	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	0,0	1,2	0,4	0,0	0,4	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	18.676,2	22.866,0	4.908,6	2.212,5	1.329,1	713,2	653,9	615,3
Letras del Tesoro	730,3	803,3	203,0	54,9	58,6	50,8	38,7	44,1
Bonos y obligaciones del Estado	5.623,7	9.337,8	3.250,4	1.213,1	842,7	662,3	532,3	480,2
Deuda autonómica	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda pública extranjera	12.322,3	12.724,9	1.455,1	944,4	427,7	0,0	82,9	91,0
Otra deuda pública	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
POR TIPO DE OPERACIÓN								
Total	18.782,9	22.968,1	5.009,7	2.242,1	1.360,3	732,5	674,8	627,9
Simple	18.782,9	22.968,1	5.009,7	2.242,1	1.360,3	732,5	674,8	627,9
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

	2022	2023	2024	2024				2025
				I	II	III	IV	I
Total	18.771,9	22.952,9	4.978,5	2.240,7	1.358,3	730,3	649,2	627,9
Sociedades no financieras	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras	18.771,9	22.952,9	4.978,5	2.240,7	1.358,3	730,3	649,2	627,9
Entidades de crédito	92,6	256,1	267,9	124,9	87,5	34,7	20,7	45,6
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	18.679,3	22.696,8	4.710,6	2.115,8	1.270,8	695,6	628,5	582,4
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

	2022	2023	2024	2024				2025
				I	II	III	IV	I
NÚMERO DE EMISORES								
Total	8	7	7	7	7	7	7	6
Emisores privados	4	4	4	4	4	4	4	3
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	4	4	4	4	4	4	4	3
Administraciones públicas ¹	4	10	3	3	3	3	3	3
Comunidades autónomas	2	2	2	2	2	2	2	2
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	40	34	32	34	33	32	32	27
Emisores privados	11	10	10	10	10	10	10	6
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	11	10	10	10	10	10	10	6
Administraciones públicas ¹	29	24	22	24	23	22	22	21
Comunidades autónomas	24	22	21	22	22	21	21	20
SALDO VIVO² (millones de euros)								
Total	7.717,5	7.076,0	6.953,0	7.067,1	7.046,9	6.959,7	6.953,0	6.372,0
Emisores privados	273,3	232,5	201,5	223,6	215,4	208,2	201,5	123,3
Sociedades no financieras	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras privadas	273,3	232,5	201,5	223,6	215,4	208,2	201,5	123,3
Administraciones públicas ¹	7.444,2	6.843,5	6.751,5	6.843,5	6.831,5	6.751,5	6.751,5	6.248,7
Comunidades autónomas	7.338,6	6.811,5	6.731,5	6.811,5	6.811,5	6.731,5	6.731,5	6.228,7

1 No incluye deuda anotada.

2 Importes nominales.

SENAF. Contratación de deuda pública por modalidad

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros

	2022	2023	2024	2024				2025
				I	II	III	IV	I
Total	100.432,0	174.703,0	99.456,0	20.758,0	26.854,0	27.314,0	24.530,0	28.077,0
Simples	100.432,0	174.703,0	99.456,0	20.758,0	26.854,0	27.314,0	24.530,0	28.077,0
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

	2022	2023	2024	2024				2025
				I	II	III	IV	I
Sobre deuda	0	0	0	0	0	0	0	0
Futuro sobre bono nocional ¹	0	0	0	0	0	0	0	0
Sobre Ibex 35 ^{2,3}	5.693.086	4.748.749	4.687.574	1.161.815	1.129.368	1.129.376	1.267.014	1.374.734
Futuro sobre Ibex 35 plus	5.445.516	4.615.051	4.524.516	1.124.189	1.084.864	1.101.407	1.214.056	1.198.403
Futuro mini sobre Ibex 35	93.450	61.215	61.670	15.000	15.270	16.863	14.538	169.855
Futuro micro sobre Ibex 35	0	0	0	0	0	0	0	0
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	19.708	16.640	20.180	3.675	5.050	2.850	8.605	305
Futuro sobre Ibex 35 sectoriales	0	0	0	0	0	0	0	0
Opción <i>call</i> mini	42.485	24.192	40.287	9.792	12.789	3.219	14.488	4.078
Opción <i>put</i> mini	91.927	31.651	40.921	9.160	11.396	5.038	15.327	2.092
Sobre acciones ⁴	25.333.109	24.111.351	22.621.854	6.060.113	6.210.667	4.083.066	6.268.008	7.949.564
Futuros	10.313.726	11.279.153	11.472.801	3.468.508	3.666.397	953.426	3.384.470	3.324.940
Futuros sobre dividendos de acciones	12.550	1.050	121.476	34.385	35.416	22.350	29.325	20.050
Futuros sobre dividendos de acciones plus	13.510	20.381	24.402	8.134	8.134	0	8.134	8.134
Opción <i>call</i>	7.900.379	5.832.613	5.083.232	1.071.580	1.545.873	1.295.732	1.170.047	1.392.450
Opción <i>put</i>	7.092.944	6.978.154	5.919.943	1.477.506	954.847	1.811.558	1.676.032	3.203.990

1 Nominal del contrato: 100.000 euros.

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

3 Nominal del contrato: Ibex 35 * 10 euros.

4 Nominal del contrato: 100 acciones.

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

Emisiones registradas en la CNMV¹

CUADRO 1.14

	2022	2023	2024	2024				2025
				I	II	III	IV	I
WARRANTS								
Importe de las primas (millones de euros)	5.233,0	4.482,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre acciones	1.595,9	752,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre índices	3.014,2	3.590,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre materias primas	493,6	124,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre divisas	18,2	14,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre derivados	111,1	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones	7.383	6.480	0	0	0	0	0	0
Número de emisores	2	2	0	0	0	0	0	0

1 Con la entrada en vigor de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, a partir de septiembre de 2023 no se registraron colocaciones de *warrants* en la CNMV.

	2022	2023	2024	2024				2025
				I	II	III	IV	I
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	599,6	381,1	110,2	29,7	33,3	21,7	25,6	23,1
Sobre acciones nacionales	86,0	53,4	24,6	6,1	6,9	3,8	7,9	5,5
Sobre acciones extranjeras	26,4	18,4	9,1	3,5	1,4	2,1	2,0	2,8
Sobre índices	436,8	293,5	73,7	18,7	24,7	15,3	15,0	14,7
Otros ¹	50,4	12,6	1,7	0,4	0,1	0,4	0,7	0,1
Número de emisiones ²	3.938	3.449	896	355	238	170	133	128
Número de emisores ²	2	3	1	2	2	2	1	1
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones ²	0	0	0	0	0	0	0	0
Número de emisores ²	0	0	0	0	0	0	0	0
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	1.604,8	1.297,3	993,3	298,4	243,6	229,0	222,4	282,5
Número de fondos	5	5	6	5	6	6	6	6
Patrimonio ³ (millones de euros)	241,2	222,5	241,9	248,8	238,8	245,9	241,9	272,4

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

2 Emisiones o emisores que registraron contratación en cada periodo.

3 Solo incluye el patrimonio de los ETF (*Exchange Traded Funds* o fondos cotizados) nacionales debido a que no se dispone del patrimonio de los extranjeros.

2 Servicios de inversión

Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

	2022	2023	2024	2024				2025
				I	II	III	IV	I
SOCIEDADES DE VALORES								
Entidades nacionales	34	39	40	39	40	40	40	39
Sucursales en España	15	16	21	18	19	19	21	20
Agentes operantes en España	1.222	1.306	1.533	1.332	1.400	1.415	1.533	1.586
Sucursales en el EEE ¹	5	5	6	5	5	5	6	6
Entidades en libre prestación en el EEE ¹	23	25	26	25	27	24	26	25
Pasaportes para operar en el EEE ^{1,2}	204	262	269	254	256	255	269	238
AGENCIAS DE VALORES								
Entidades nacionales	61	60	59	62	62	61	59	60
Sucursales en España	20	25	34	33	32	34	34	56
Agentes operantes en España	1.246	1.333	1.367	1.351	1.371	1.376	1.367	1.369
Sucursales en el EEE ¹	6	3	2	3	5	2	2	3
Entidades en libre prestación en el EEE ¹	32	34	33	35	32	33	33	34
Pasaportes para operar en el EEE ^{1,2}	211	234	228	237	234	235	228	238
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Entidades nacionales	0	0	0	0	0	0	0	0
EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO								
Entidades nacionales	143	143	88	92	89	89	88	90
Sucursales en España	21	16	7	8	8	7	7	7
Agentes operantes en España	26	24	23	23	24	23	23	24
Sucursales en el EEE ¹	0	0	0	0	0	0	0	0
Entidades en libre prestación en el EEE ¹	23	22	22	23	23	22	22	23
Pasaportes para operar en el EEE ^{1,2}	46	46	53	47	56	44	53	54
EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO NACIONAL³								
Entidades nacionales	-	-	49	47	49	51	49	54
Sucursales en España	-	-	0	0	0	0	0	0
Agentes operantes en España	-	-	0	0	0	0	0	0
ENTIDADES DE CRÉDITO⁴								
Entidades nacionales	108	108	107	108	107	107	107	106

1 EEE: Espacio Económico Europeo.

2 Número de pasaportes en libre prestación de servicios. Una misma entidad puede prestar servicios en uno o más Estados.

3 La entrada en vigor de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión ha supuesto la creación de un nuevo tipo de entidad, denominada empresa de asesoramiento financiero nacional (EAFN), según establece el artículo 128.5, letra a).

4 Fuente: Banco de España y CNMV.

Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2022	2023	2024	2024				2025
				I	II	III	IV	I
Total	1.432	1.442	1.465	1.455	1.464	1.466	1.465	1.465
Empresas de servicios de inversión	974	873	896	887	896	897	896	896
Comunitarias	968	864	883	877	885	885	883	884
Con sucursal	43	47	52	49	48	51	52	51
En libre prestación de servicios	925	817	831	828	837	834	831	833
Extracomunitarias	6	9	13	10	11	12	13	12
Con sucursal	2	2	2	2	2	2	2	2
En libre prestación de servicios	4	7	11	8	9	10	11	10
Entidades de crédito ¹	458	569	569	568	568	569	569	569
Comunitarias	452	563	563	562	562	563	563	563
Con sucursal	52	49	49	49	50	49	49	49
En libre prestación de servicios	400	514	514	513	512	514	514	514
Filiales en libre prestación de servicios	0	0	0	0	0	0	0	0
Extracomunitarias	6	6	6	6	6	6	6	6
Con sucursal	3	3	3	3	3	3	3	3
En libre prestación de servicios	3	3	3	3	3	3	3	3

1 Fuente: Banco de España y CNMV.

Intermediación de operaciones al contado¹

CUADRO 2.3

Millones de euros

	2022	2023	2024	2023	2024	II	III	IV
				IV	I			
RENDA FIJA								
Total	2.901.223,2	3.094.018,9	2.769.612,8	706.400,1	795.750,4	677.310,2	503.071,1	793.481,1
Sociedades de valores	2.890.878,3	3.083.705,8	2.767.416,8	704.852,1	795.210,8	676.672,2	502.503,6	793.030,2
Mercados organizados nacionales	662.074,8	487.314,3	474.126,0	118.739,1	126.818,9	129.789,6	99.981,9	117.535,6
Otros mercados nacionales	1.289.213,6	1.341.113,2	1.450.857,4	311.569,0	457.941,3	313.325,3	205.855,2	473.735,6
Mercados extranjeros	939.589,9	1.255.278,3	842.433,4	274.544,0	210.450,6	233.557,3	196.666,5	201.759,0
Agencias de valores	10.344,9	10.313,1	2.196,0	1.548,0	539,6	638,0	567,5	450,9
Mercados organizados nacionales	2.044,6	942,5	346,5	249,0	118,2	81,9	89,7	56,7
Otros mercados nacionales	454,6	402,9	627,7	169,9	88,7	134,1	186,5	218,4
Mercados extranjeros	7.845,7	8.967,7	1.221,8	1.129,1	332,7	422,0	291,3	175,8
RENDA VARIABLE								
Total	146.070,1	170.438,0	97.328,3	30.320,6	24.704,6	27.365,9	15.316,3	29.941,5
Sociedades de valores	130.376,3	144.950,8	80.738,1	24.152,7	20.067,8	24.137,4	13.771,1	22.761,8
Mercados organizados nacionales	38.170,8	43.121,6	40.401,0	7.142,0	7.811,5	14.940,9	5.896,4	11.752,2
Otros mercados nacionales	2.802,8	2.982,2	3.393,1	807,3	741,1	816,6	821,3	1.014,1
Mercados extranjeros	89.402,7	98.847,0	36.944,0	16.203,4	11.515,2	8.379,9	7.053,4	9.995,5
Agencias de valores	15.693,8	25.487,2	16.590,2	6.167,9	4.636,8	3.228,5	1.545,2	7.179,7
Mercados organizados nacionales	5.978,1	8.385,6	9.533,1	3.328,0	2.102,0	2.101,4	1.014,8	4.314,9
Otros mercados nacionales	864,8	7.448,4	1.291,7	121,3	119,1	66,8	48,1	1.057,7
Mercados extranjeros	8.850,9	9.653,2	5.765,4	2.718,6	2.415,7	1.060,3	482,3	1.807,1

1 Datos acumulados del periodo.

Intermediación de operaciones de derivados^{1,2}

CUADRO 2.4

Millones de euros

	2022	2023	2024	2023	2024	II	III	IV
				IV	I			
Total	9.792.568,5	8.922.442,0	8.476.121,7	2.208.419,7	2.392.988,4	2.139.069,0	1.887.922,8	2.056.141,5
Sociedades de valores	8.817.459,1	7.889.992,0	7.798.613,0	2.026.266,4	2.212.698,6	2.013.064,5	1.727.310,3	1.845.539,6
Mercados organizados nacionales	4.192.650,3	3.344.015,7	2.959.057,4	848.296,9	773.494,8	772.882,5	690.021,7	722.658,4
Mercados organizados extranjeros	4.451.806,6	4.433.507,7	4.636.521,4	1.140.492,0	1.420.011,3	1.151.994,4	1.010.646,6	1.053.869,1
Mercados no organizados	173.002,2	112.468,6	203.034,2	37.477,5	19.192,5	88.187,6	26.642,0	69.012,1
Agencias de valores	975.109,4	1.032.450,0	677.508,7	182.153,3	180.289,8	126.004,5	160.612,5	210.601,9
Mercados organizados nacionales	9.075,1	6.064,8	76.223,6	2.199,0	2.762,4	3.842,7	1.840,1	67.778,4
Mercados organizados extranjeros	960.541,5	1.016.950,8	573.962,3	179.394,9	176.295,8	113.451,7	145.465,0	138.749,8
Mercados no organizados	5.492,8	9.434,4	27.322,8	559,4	1.231,6	8.710,1	13.307,4	4.073,7

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

2 Datos acumulados del periodo.

Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 2.5

	2022	2023	2024	2023	2024	II	III	IV
				IV	I			
NÚMERO DE CARTERAS								
Total ²	103.905	113.597	144.175	113.597	119.924	125.880	133.755	144.175
Sociedades de valores. Total	21.914	19.503	19.002	19.503	18.754	18.906	19.171	19.002
IIC ³	29	24	22	24	26	26	22	22
Otras ⁴	21.885	19.479	18.980	19.479	18.728	18.880	19.149	18.980
Agencias de valores. Total	81.991	94.094	125.173	94.094	101.170	106.974	114.584	125.173
IIC ³	38	45	47	45	45	40	44	47
Otras ⁴	81.953	94.049	125.126	94.049	101.125	106.934	114.540	125.126
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)								
Total ²	8.206.522	10.444.200	14.950.397	10.444.200	11.163.402	11.507.699	12.258.933	14.950.397
Sociedades de valores. Total	2.901.726	3.207.358	3.559.599	3.207.358	3.358.927	3.361.832	3.463.131	3.559.599
IIC ³	393.165	337.662	350.640	337.662	345.793	347.263	352.062	350.640
Otras ⁴	2.508.561	2.869.696	3.208.959	2.869.696	3.013.134	3.014.569	3.111.069	3.208.959
Agencias de valores. Total	5.304.796	7.236.842	11.390.798	7.236.842	7.804.475	8.145.867	8.795.802	11.390.798
IIC ³	1.276.836	2.227.407	2.194.882	2.227.407	2.031.524	2.321.325	2.520.491	2.194.882
Otras ⁴	4.027.960	5.009.435	9.195.916	5.009.435	5.772.951	5.824.542	6.275.311	9.195.916

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

	2022	2023	2024	2023	2024	II	III	IV
				IV	I			
NÚMERO DE CONTRATOS								
Total ³	48.139	65.516	83.805	65.516	55.122	71.943	66.208	83.805
Sociedades de valores. Total	20.133	26.066	38.085	26.066	27.561	29.779	33.104	38.085
Clientes minoristas	20.076	25.992	38.001	25.992	27.487	29.703	33.025	38.001
Clientes profesionales	43	57	65	57	57	59	62	65
Contrapartes elegibles	14	17	19	17	17	17	17	19
Agencias de valores. Total	28.006	39.450	45.720	39.450	27.561	42.164	33.104	45.720
Clientes minoristas	27.638	39.028	45.261	39.028	27.487	41.734	33.025	45.261
Clientes profesionales	327	385	425	385	57	393	62	425
Contrapartes elegibles	41	37	34	37	17	37	17	34
Pro memoria: comisiones percibidas por asesoramiento financiero⁴ (miles de euros)								
Total ³	45.484	49.564	49.822	49.564	11.115	22.201	33.584	49.822
Sociedades de valores	7.937	11.624	16.508	11.624	4.123	7.404	10.919	16.508
Agencias de valores	37.547	37.940	33.314	37.940	6.992	14.797	22.665	33.314

1 Datos al final del periodo.

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

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

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

Miles de euros¹

	2022	2023	2024	2024				2025
				I	II	III	IV	I ²
I. Margen de intereses	66.519	80.476	97.571	13.810	63.586	83.028	97.571	14.112
II. Comisiones netas	191.789	213.216	246.898	61.026	119.140	173.779	246.898	44.909
Comisiones percibidas	293.594	315.902	363.650	87.828	178.753	260.608	363.650	65.025
Tramitación y ejecución de órdenes	105.849	117.833	125.319	34.180	66.369	93.808	125.319	25.866
Colocación y aseguramiento de emisiones	7.881	7.047	7.594	1.290	3.619	5.234	7.594	1.787
Depósito y anotación de valores	32.979	32.507	33.125	8.048	16.402	24.573	33.125	4.563
Gestión de carteras	14.096	17.588	21.645	4.498	8.656	12.884	21.645	3.013
Diseño y asesoramiento	19.162	21.142	25.519	6.193	11.049	16.738	25.519	5.521
Búsqueda y colocación de paquetes	1.010	921	2.703	218	1.326	2.613	2.703	133
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	63.402	67.896	75.976	18.569	36.673	56.095	75.976	13.893
Otras	49.215	50.967	71.770	14.831	34.658	48.662	71.770	10.250
Comisiones satisfechas	101.805	102.686	116.752	26.802	59.613	86.829	116.752	20.116
III. Resultado de inversiones financieras	57.558	41.037	34.321	10.606	18.325	24.040	34.321	9.069
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	1.372	6.726	7.426	2.364	4.455	5.195	7.426	276
V. Margen bruto	317.238	341.455	386.216	87.806	205.506	286.042	386.216	68.366
VI. Resultado de explotación	90.039	102.285	129.237	28.535	87.222	107.274	129.237	22.292
VII. Resultado de actividades continuadas	82.156	95.053	110.213	24.238	80.822	99.732	110.213	19.171
VIII. Resultado neto del ejercicio	82.156	95.053	110.213	24.238	80.822	99.732	110.213	19.171

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

2 Datos disponibles: febrero de 2025.

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.8

 Miles de euros¹

	2022	2023	2024	2023	2024	II	III	IV
				IV	I			
TOTAL								
Total	122.542	128.333	136.883	128.333	26.827	86.367	111.030	136.883
Activos monetarios y deuda pública	-2.032	2.412	982	2.412	1.077	997	716	982
Otros valores de renta fija	47.796	38.044	27.962	38.044	9.134	16.133	20.929	27.962
Cartera interior	7.462	8.477	9.493	8.477	4.441	6.784	8.085	9.493
Cartera exterior	40.334	29.567	18.469	29.567	4.693	9.349	12.844	18.469
Renta variable	11.693	5.470	8.538	5.470	1.601	3.574	5.178	8.538
Cartera interior	7.200	2.705	5.932	2.705	1.215	2.961	4.225	5.932
Cartera exterior	4.493	2.765	2.606	2.765	386	613	953	2.606
Derivados	2.064	-2.192	-1.616	-2.192	-862	-1.078	-831	-1.616
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-21	2.048	2.229	2.048	585	1.390	1.896	2.229
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios financieros	9.394	23.645	26.771	23.645	5.812	11.951	18.351	26.771
Diferencias de cambio netas	-273	-1.007	434	-1.007	508	541	-621	434
Otros productos y cargas de explotación	1.645	7.732	6.992	7.732	1.856	3.914	5.816	6.992
Otras operaciones	52.276	52.181	64.591	52.181	7.116	48.945	59.596	64.591
MARGEN DE INTERESES								
Total	66.519	80.476	97.572	80.476	13.809	63.585	83.026	97.572
Activos monetarios y deuda pública	457	647	652	647	181	352	512	652
Otros valores de renta fija	209	862	898	862	257	490	656	898
Cartera interior	76	479	465	479	156	278	368	465
Cartera exterior	133	383	433	383	101	212	288	433
Renta variable	4.014	1.318	1.127	1.318	197	643	974	1.127
Cartera interior	630	627	644	627	98	288	565	644
Cartera exterior	3.384	691	483	691	99	355	409	483
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-21	2.048	2.229	2.048	585	1.390	1.896	2.229
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios financieros	9.394	23.645	26.771	23.645	5.812	11.951	18.351	26.771
Otras operaciones	52.466	51.956	65.895	51.956	6.777	48.759	60.637	65.895
INVERSIONES FINANCIERAS								
Total	57.557	41.038	34.321	41.038	10.606	18.325	24.041	34.321
Activos monetarios y deuda pública	-2.489	1.765	330	1.765	896	645	204	330
Otros valores de renta fija	47.587	37.182	27.064	37.182	8.877	15.643	20.273	27.064
Cartera interior	7.386	7.998	9.028	7.998	4.285	6.506	7.717	9.028
Cartera exterior	40.201	29.184	18.036	29.184	4.592	9.137	12.556	18.036
Renta variable	7.679	4.152	7.411	4.152	1.404	2.931	4.204	7.411
Cartera interior	6.570	2.078	5.288	2.078	1.117	2.673	3.660	5.288
Cartera exterior	1.109	2.074	2.123	2.074	287	258	544	2.123
Derivados	2.064	-2.192	-1.616	-2.192	-862	-1.078	-831	-1.616
Otras operaciones	2.716	131	1.132	131	291	184	191	1.132
DIFERENCIAS DE CAMBIO Y OTRAS PARTIDAS								
Total	-1.534	6.819	4.990	6.819	2.412	4.457	3.963	4.990
Diferencias de cambio netas	-273	-1.007	434	-1.007	508	541	-621	434
Otros productos y cargas de explotación	1.645	7.732	6.992	7.732	1.856	3.914	5.816	6.992
Otras operaciones	-2.906	94	-2.436	94	48	2	-1.232	-2.436

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

	2022	2023	2024	2024				2025
				I	II	III	IV	I ²
I. Margen de intereses	960	2.086	3.963	545	2.421	3.049	3.963	280
II. Comisiones netas	170.724	176.882	211.699	40.435	86.657	135.875	211.699	39.500
Comisiones percibidas	198.293	216.159	268.393	50.148	106.849	169.817	268.393	48.542
Tramitación y ejecución de órdenes	18.030	16.754	9.185	2.611	4.802	6.763	9.185	1.909
Colocación y aseguramiento de emisiones	1.187	829	360	45	48	68	360	6
Depósito y anotación de valores	286	281	258	64	132	198	258	37
Gestión de carteras	23.388	26.700	34.444	7.397	15.377	23.820	34.444	5.829
Diseño y asesoramiento	38.167	38.232	33.470	7.051	14.903	22.794	33.470	6.039
Búsqueda y colocación de paquetes	0	0	0	0	0	0	0	42
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	94.339	101.698	131.507	26.620	54.380	83.707	131.507	24.175
Otras	22.896	31.665	59.170	6.360	17.208	32.468	59.170	10.504
Comisiones satisfechas	27.569	39.277	56.694	9.713	20.192	33.942	56.694	9.042
III. Resultado de inversiones financieras	-1.479	1.771	1.923	534	809	1.574	1.923	378
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	588	-859	2.058	63	646	890	2.058	279
V. Margen bruto	170.793	179.880	219.643	41.577	90.533	141.388	219.643	40.437
VI. Resultado de explotación	10.018	16.991	33.287	2.583	9.490	20.938	33.287	10.580
VII. Resultado de actividades continuadas	10.364	16.373	27.879	2.868	10.026	20.462	27.879	10.917
VIII. Resultado neto del ejercicio	10.364	16.373	27.879	2.868	10.026	20.462	27.879	10.917

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

2 Datos disponibles: febrero de 2025.

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

CUADRO 2.10

	2020	2021	2022	2023	2024
TOTAL³					
Exceso de recursos propios (miles de euros)	1.026.770	612.842	449.135	1.189.629	606.937
% exceso ⁴	277,64	541,03	363,05	954,27	436,87
N.º entidades según porcentaje del exceso					
≤ 100 %	26	25	34	38	37
> 100-≤ 300 %	29	35	29	29	29
> 300-≤ 500 %	12	12	10	14	11
> 500 %	10	19	15	18	21
SOCIEDADES DE VALORES					
Exceso de recursos propios (miles de euros)	960.720	506.721	372.541	1.095.598	488.485
% exceso ⁴	285,14	654,90	431,57	1.303,36	523,03
N.º entidades según porcentaje del exceso					
≤ 100 %	9	4	9	13	13
> 100-≤ 300 %	11	12	12	12	11
> 300-≤ 500 %	8	5	3	5	6
> 500 %	8	12	8	9	9
AGENCIAS DE VALORES					
Exceso de recursos propios (miles de euros)	66.051	106.121	76.595	94.030	118.452
% exceso ⁴	200,79	295,60	204,86	231,58	260,15
N.º entidades según porcentaje del exceso					
≤ 100 %	17	21	25	25	24
> 100-≤ 300 %	18	23	17	17	18
> 300-≤ 500 %	4	7	7	9	5
> 500 %	2	7	7	9	12

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

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

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

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

Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos¹

CUADRO 2.11

	2022	2023	2024	2023	2024	II	III	IV
				IV	I			
TOTAL²								
Media ³ (%)	19,39	9,88	12,66	9,88	9,27	14,91	13,47	12,66
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	37	36	26	36	34	35	38	26
0-≤ 15 %	17	19	22	19	18	16	14	22
> 15-≤ 45 %	13	18	21	18	23	23	19	21
> 45-≤ 75 %	7	7	8	7	10	7	9	8
> 75 %	19	17	20	17	14	18	19	20
SOCIEDADES DE VALORES								
Media ³ (%)	20,42	9,32	11,42	9,32	9,36	14,78	12,38	11,42
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	11	10	10	10	10	11	14	10
0-≤ 15 %	10	12	13	12	10	10	10	13
> 15-≤ 45 %	5	7	7	7	12	9	6	7
> 45-≤ 75 %	2	3	3	3	2	4	4	3
> 75 %	5	5	5	5	3	4	4	5
AGENCIAS DE VALORES								
Media ³ (%)	14,91	14,87	21,15	14,87	8,42	16,13	23,66	21,15
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	26	26	16	26	24	24	24	16
0-≤ 15 %	7	7	9	7	8	6	4	9
> 15-≤ 45 %	8	11	14	11	11	14	13	14
> 45-≤ 75 %	5	4	5	4	8	3	5	5
> 75 %	14	12	15	12	11	14	15	15

1 El ROE se ha calculado como:

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

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

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

3 Media ponderada por fondos propios, en %.

Empresas de asesoramiento financiero. Principales magnitudes¹

CUADRO 2.12

Miles de euros

	2020	2021	2022	2023 ²	2024 ³
PATRIMONIOS ASESORADOS⁴					
Total	17.423.050	19.530.452	18.682.820	15.759.839	17.149.868
Clientes minoristas	6.907.284	9.125.730	10.136.837	8.415.076	9.259.252
Resto de clientes y entidades ⁵	10.515.766	10.404.722	8.545.983	7.344.763	7.890.616
INGRESOS POR COMISIONES⁶					
Total	45.782	56.823	57.090	53.110	63.658
Comisiones percibidas	45.153	56.430	56.446	52.704	63.101
Otros ingresos	629	393	644	406	557
PATRIMONIO NETO					
Total	30.177	33.334	34.378	34.038	40.999
Capital social	5.454	6.151	6.971	7.593	7.596
Reservas y remanentes	18.979	21.128	23.778	20.795	22.118
Resultado del ejercicio ⁶	4.837	6.517	2.561	4.510	8.035
Resto de fondos propios	907	-461	1.068	1.140	3.250

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 actualizados.

3 Incluye: empresas de asesoramiento financiero (EAF) y empresas de asesoramiento financiero nacionales (EAFN).

4 Datos al final del periodo.

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

6 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

	2022	2023	2024	2024				2025
				I	II	III	IV	I
Total IIC de carácter financiero	2.675	2.077	2.075	2.077	2.080	2.062	2.075	2.046
Fondos de inversión ¹	1.484	1.496	1.492	1.499	1.500	1.482	1.492	1.472
Sociedades de inversión	1.091	450	429	443	439	435	429	421
IIC de IIC de inversión libre	8	7	8	7	8	8	8	8
IIC de inversión libre	92	124	146	128	133	137	146	145
Total IIC inmobiliarias	4	3	2	2	2	2	2	2
Fondos de inversión inmobiliaria	2	2	1	1	1	1	1	1
Sociedades de inversión inmobiliaria	2	1	1	1	1	1	1	1
Total IIC extranjeras comercializadas en España	1.095	1.115	1.139	1.119	1.126	1.135	1.139	1.161
Fondos extranjeros comercializados en España	426	442	453	447	451	452	453	466
Sociedades extranjeras comercializadas en España	669	673	686	672	675	683	686	695
SGIIC	123	117	119	117	119	119	119	119
Depositarias IIC	34	32	30	31	30	30	30	30

1 Datos de fondos de inversión correspondientes a junio de 2024 revisados y modificados en mayo de 2025. A partir de 2025 no se incluyen fondos de inversión del *sandbox* (Ley 7/2020, de 13 de noviembre, para la transformación digital del sistema financiero).

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2022	2023	2024	2024				2025
				I	II	III	IV	I ¹
Total IIC de carácter financiero ²	16.247.654	16.116.236	16.655.877	16.201.290	16.248.734	16.421.061	16.655.877	17.027.374
Fondos de inversión	16.115.864	16.016.612	16.561.621	16.103.633	16.152.457	16.324.687	16.561.621	16.933.491
Sociedades de inversión	131.790	99.624	94.256	97.657	96.277	95.793	94.256	93.883
Total IIC inmobiliarias ^{2, 3}	593	583	104	581	581	581	104	103
Total IIC extranjeras comercializadas en España ⁴	6.412.067	6.951.170	8.144.894	7.133.668	7.397.244	7.413.511	8.144.894	–
Fondos extranjeros comercializados en España	830.870	880.152	1.128.287	947.938	994.603	994.650	1.128.287	–
Sociedades extranjeras comercializadas en España	5.581.197	6.071.018	7.016.607	6.185.730	6.402.641	6.418.861	7.016.607	–

1 Datos disponibles: febrero de 2025.

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

3 Datos de fondos y sociedades de inversión inmobiliaria.

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

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

Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

Millones de euros

	2022	2023	2024	2024				2025
				I	II	III	IV	I ¹
Total IIC de carácter financiero	327.330,7	367.570,9	421.761,4	385.976,9	395.037,3	409.211,0	421.761,4	435.721,5
Fondos de inversión ²	311.466,4	353.259,8	405.931,1	370.890,1	379.750,4	393.828,5	405.931,1	419.697,3
Sociedades de inversión	15.864,3	14.311,1	15.830,3	15.086,8	15.286,9	15.382,5	15.830,3	16.025,5
Total IIC inmobiliarias ³	1.279,0	1.319,2	1.049,7	1.300,3	1.298,4	1.296,7	1.049,7	1.052,6
Total IIC extranjeras comercializadas en España ⁴	201.058,7	251.304,7	296.806,6	260.337,6	275.267,3	275.005,8	296.806,6	-
Fondos extranjeros comercializados en España	27.630,3	35.677,7	46.692,5	38.947,5	42.821,7	42.560,8	46.692,5	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	173.428,3	215.627,0	250.114,1	221.390,1	232.445,6	232.445,0	250.114,1	-

1 Datos disponibles: febrero de 2025.

2 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en diciembre de 2024, del orden de 11.213,1 millones de euros.

3 Datos de fondos y sociedades de inversión inmobiliaria.

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

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión

CUADRO 3.4

Millones de euros

	2022	2023	2024	2023				2024						
				IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV		
Patrimonio	311.466,4	353.259,8	405.931,1	353.259,8	370.890,1	379.750,4	393.828,5	405.931,1						
Cartera de inversiones financieras	291.188,2	335.351,6	386.962,4	335.351,6	351.703,2	359.347,7	374.509,7	386.962,4						
Cartera interior	58.740,0	79.509,6	82.535,3	79.509,6	82.207,6	80.589,7	80.598,0	82.535,3						
Valores representativos de deuda	42.044,2	60.888,4	60.957,7	60.888,4	62.845,2	60.771,8	59.762,1	60.957,7						
Instrumentos de patrimonio	6.113,0	6.586,3	6.307,8	6.586,3	6.546,9	6.263,7	6.572,4	6.307,8						
Instituciones de inversión colectiva	9.927,7	10.152,3	12.001,9	10.152,3	10.993,1	11.045,9	11.304,6	12.001,9						
Depósitos en EE. CC.	431,8	1.686,1	3.099,8	1.686,1	1.595,7	2.283,5	2.766,0	3.099,8						
Derivados	159,5	134,3	85,7	134,3	164,0	151,8	117,6	85,7						
Otros	63,8	62,3	82,4	62,3	62,7	73,0	75,2	82,4						
Cartera exterior	232.444,2	255.835,0	304.420,2	255.835,0	269.484,5	278.749,9	293.904,0	304.420,2						
Valores representativos de deuda	110.173,6	133.146,1	173.974,5	133.146,1	142.746,4	151.331,6	164.820,4	173.974,5						
Instrumentos de patrimonio	41.321,4	46.093,4	53.341,7	46.093,4	49.781,0	51.121,5	52.008,7	53.341,7						
Instituciones de inversión colectiva	80.592,6	76.255,3	76.592,8	76.255,3	76.546,0	75.855,9	76.649,0	76.592,8						
Depósitos en EE. CC.	0,0	196,7	468,7	196,7	323,6	366,0	422,3	468,7						
Derivados	356,1	143,3	42,4	143,3	87,3	74,6	3,4	42,4						
Otros	0,5	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0						
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	4,0	6,9	6,9	6,9	11,0	8,1	7,6	6,9						
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0						
Inmovilizado material	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0						
Tesorería	18.515,0	16.466,7	17.713,9	16.466,7	17.461,3	18.448,9	17.728,2	17.713,9						
Neto deudores/acreedores	1.763,2	1.441,6	1.254,8	1.441,6	1.725,6	1.953,7	1.590,6	1.254,8						

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

CUADRO 3.5

Millones de euros

	2022	2023	2024	2023		2024		
				IV	I	I	III	IV
Patrimonio	15.864,3	14.311,1	15.830,3	14.311,1	15.086,8	15.286,9	15.382,5	15.830,3
Cartera de inversiones financieras	12.349,9	13.502,9	15.015,7	13.502,9	14.268,2	14.362,3	14.565,7	15.015,7
Cartera interior	2.583,6	2.231,1	2.308,2	2.231,1	2.206,6	2.136,3	2.214,2	2.308,2
Valores representativos de deuda	773,6	858,3	991,7	858,3	779,2	720,1	803,1	991,7
Instrumentos de patrimonio	819,9	870,4	844,9	870,4	932,6	941,5	930,0	844,9
Instituciones de inversión colectiva	950,2	457,0	438,7	457,0	460,6	440,6	447,7	438,7
Depósitos en EE. CC.	1,4	13,9	5,2	13,9	5,8	5,6	5,2	5,2
Derivados	-0,8	0,0	-0,5	0,0	-1,0	-0,8	-0,8	-0,5
Otros	39,3	31,6	28,2	31,6	29,3	29,3	29,1	28,2
Cartera exterior	9.763,6	11.271,0	12.706,9	11.271,0	12.060,6	12.225,0	12.350,7	12.706,9
Valores representativos de deuda	1.807,1	2.370,0	2.425,7	2.370,0	2.365,2	2.369,4	2.506,1	2.425,7
Instrumentos de patrimonio	3.605,4	4.396,9	5.343,2	4.396,9	4.977,9	5.024,5	5.065,7	5.343,2
Instituciones de inversión colectiva	4.325,7	4.478,0	4.921,1	4.478,0	4.686,2	4.796,9	4.745,0	4.921,1
Depósitos en EE. CC.	0,0	10,2	0,0	10,2	15,3	15,1	15,2	0,0
Derivados	7,9	-0,9	-3,0	-0,9	-2,6	1,0	-1,3	-3,0
Otros	17,4	16,8	19,9	16,8	18,6	18,2	20,0	19,9
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	2,6	0,8	0,6	0,8	1,0	0,9	0,8	0,6
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	2.962,6	868,6	898,8	868,6	733,4	817,0	679,0	898,8
Neto deudores/acreedores	551,3	-60,9	-84,7	-60,9	84,7	107,1	137,3	-84,7

	2022	2023	2024	2024				2025
				I	II	III	IV	I ³
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	1.684	1.715	1.714	1.717	1.723	1.711	1.714	1.707
Renta fija ⁴	293	321	352	332	340	345	352	358
Renta fija mixta ⁵	171	167	165	166	166	165	165	167
Renta variable mixta ⁶	206	197	190	190	192	192	190	188
Renta variable euro	86	82	75	80	77	75	75	75
Renta variable internacional	339	346	357	349	352	354	357	358
Garantizado renta fija	49	58	58	57	56	57	58	56
Garantizado renta variable ⁷	102	98	74	90	89	78	74	61
Fondos globales	291	291	294	295	294	295	294	295
De gestión pasiva ⁸	93	107	106	110	110	105	106	107
Retorno absoluto	54	48	43	48	47	45	43	42
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	16.119.440	16.020.641	16.571.850	16.109.375	16.156.490	16.333.581	16.571.850	16.937.963
Renta fija ⁴	5.539.272	5.833.434	6.348.681	6.022.372	6.134.804	6.197.897	6.348.681	6.581.521
Renta fija mixta ⁵	1.216.179	1.048.597	1.061.288	1.002.792	1.010.621	1.035.669	1.061.288	1.076.391
Renta variable mixta ⁶	696.718	634.547	579.490	591.380	582.917	577.939	579.490	583.736
Renta variable euro	836.711	706.942	691.994	698.000	700.948	697.963	691.994	702.889
Renta variable internacional	4.156.864	4.082.653	4.225.554	4.058.244	4.050.359	4.168.649	4.225.554	4.322.913
Garantizado renta fija	141.717	178.170	156.582	172.700	165.862	159.694	156.582	148.294
Garantizado renta variable ⁷	209.188	180.665	119.237	161.442	154.724	147.139	119.237	101.144
Fondos globales	2.067.594	2.002.961	1.972.624	2.007.552	1.977.336	1.962.832	1.972.624	2.001.725
De gestión pasiva ⁸	596.475	720.965	782.384	772.557	756.994	764.001	782.384	770.180
Retorno absoluto	658.722	631.707	634.016	622.336	621.925	621.798	634.016	649.170
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	311.466,4	353.259,8	405.931,1	370.890,1	379.750,4	393.828,5	405.931,1	419.697,3
Renta fija ⁴	98.561,1	131.868,4	172.404,7	143.943,9	152.676,0	162.475,2	172.404,7	181.153,6
Renta fija mixta ⁵	37.846,0	34.252,8	38.078,5	33.114,7	34.468,2	36.321,9	38.078,5	39.607,4
Renta variable mixta ⁶	24.247,9	23.914,2	23.566,2	22.695,0	22.700,6	23.246,9	23.566,2	24.374,4
Renta variable euro	7.226,3	6.704,0	6.111,0	6.731,7	6.450,6	6.465,4	6.111,0	6.571,7
Renta variable internacional	45.588,9	51.099,7	60.219,9	54.972,7	56.941,9	58.055,1	60.219,9	62.387,9
Garantizado renta fija	5.454,9	7.564,6	6.380,7	7.120,7	6.689,8	6.482,4	6.380,7	5.991,1
Garantizado renta variable ⁷	6.306,7	5.602,1	3.674,1	5.122,7	4.837,9	4.546,5	3.674,1	3.311,8
Fondos globales	63.717,0	59.479,4	61.047,7	62.019,9	60.727,8	61.310,2	61.047,7	62.012,0
De gestión pasiva ⁸	15.935,0	26.518,6	27.474,3	28.863,3	27.830,9	28.210,8	27.474,3	27.046,5
Retorno absoluto	6.582,5	6.255,9	6.973,9	6.305,6	6.426,6	6.714,0	6.973,9	7.240,9

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: febrero de 2025.

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

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

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

7 Incluye: garantizados de rendimiento variable y garantía parcial.

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

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

CUADRO 3.7

	2022	2023	2024	2024				2025
				I	II	III	IV	I ¹
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	16.119.440	16.020.641	16.571.850	16.109.375	16.156.490	16.333.581	16.571.850	16.937.963
Personas físicas	15.839.201	15.739.140	16.271.840	15.825.404	15.870.627	16.044.357	16.271.840	16.637.085
Residentes	15.717.938	15.610.315	16.131.514	15.694.668	15.737.468	15.907.717	16.131.514	16.493.877
No residentes	121.263	128.825	140.326	130.736	133.159	136.640	140.326	143.208
Personas jurídicas	280.239	281.501	300.010	283.971	285.863	289.224	300.010	300.878
Entidades de crédito	883	931	942	955	937	944	942	965
Otros agentes residentes	278.246	279.329	297.655	281.771	283.562	286.887	297.655	298.484
Entidades no residentes	1.110	1.241	1.413	1.245	1.364	1.393	1.413	1.429
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	311.466,4	353.259,8	405.931,1	370.890,1	379.750,4	393.828,5	405.931,1	419.697,3
Personas físicas	257.253,5	295.592,2	339.518,1	310.006,9	317.658,8	329.580,4	339.518,1	350.948,0
Residentes	253.545,2	291.241,1	334.214,8	305.466,7	312.909,2	324.531,0	334.214,8	345.446,0
No residentes	3.708,3	4.351,1	5.303,3	4.540,2	4.749,6	5.049,4	5.303,3	5.502,0
Personas jurídicas	54.212,8	57.667,5	66.413,0	60.883,2	62.091,6	64.248,1	66.413,0	68.749,4
Entidades de crédito	351,8	430,3	421,5	444,7	418,7	446,2	421,5	398,4
Otros agentes residentes	53.052,7	55.858,1	64.163,5	58.919,4	60.078,3	62.053,1	64.163,5	66.501,2
Entidades no residentes	808,3	1.379,1	1.828,0	1.519,0	1.594,6	1.748,8	1.828,0	1.849,8

1 Datos disponibles: febrero de 2025.

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

CUADRO 3.8

Millones de euros

	2022	2023	2024	2023	2024	II	III	IV
				IV	I			
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión	162.843,5	135.431,3	164.740,0	35.503,2	40.315,2	42.106,6	32.980,6	49.337,6
Renta fija	89.725,6	87.913,2	105.686,5	24.623,1	27.087,1	26.835,8	20.577,6	31.186,1
Renta fija mixta	11.075,6	5.650,5	11.397,7	1.874,0	2.054,6	3.413,2	2.433,3	3.496,6
Renta variable mixta	6.933,1	3.877,8	4.631,2	1.133,9	976,5	1.152,2	811,0	1.691,4
Renta variable euro	2.989,1	1.533,9	1.666,4	386,8	445,5	564,3	279,4	377,1
Renta variable internacional	18.529,7	11.222,3	14.358,4	2.128,9	3.887,7	3.560,2	2.279,9	4.630,5
Garantizado renta fija	3.751,3	2.635,2	804,4	354,4	214,6	153,4	192,3	244,0
Garantizado renta variable	680,3	84,8	118,2	3,7	6,4	39,1	34,2	38,5
Fondos globales	17.969,3	7.789,4	8.452,5	1.743,2	1.854,0	1.932,2	1.768,8	2.897,5
De gestión pasiva	8.884,4	12.964,8	15.815,4	2.841,4	3.342,5	4.046,2	4.198,8	4.227,9
Retorno absoluto	2.305,0	1.759,3	1.809,3	414,0	446,3	409,9	405,2	548,0
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	145.802,6	117.376,8	136.698,7	34.257,6	32.400,6	36.753,7	26.268,5	41.276,0
Renta fija	74.352,0	58.939,1	70.679,8	15.822,4	15.674,1	18.812,0	13.688,8	22.504,8
Renta fija mixta	17.345,2	11.344,4	7.983,4	3.977,5	2.368,9	2.218,8	1.395,7	2.000,0
Renta variable mixta	7.440,1	6.112,0	5.184,9	2.194,9	1.401,5	1.335,1	889,8	1.558,4
Renta variable euro	3.205,0	3.290,6	2.655,4	740,3	814,9	908,3	364,1	568,0
Renta variable internacional	16.794,8	13.002,7	13.907,7	3.798,3	4.473,6	3.100,8	2.173,2	4.160,0
Garantizado renta fija	335,2	507,6	1.908,3	183,3	646,7	610,8	268,4	382,3
Garantizado renta variable	2.060,0	826,0	2.131,2	471,8	522,0	347,2	391,9	870,2
Fondos globales	17.670,9	16.688,0	14.077,0	5.388,3	4.134,6	3.739,3	2.590,1	3.613,0
De gestión pasiva	4.236,9	4.306,7	16.744,6	1.076,6	1.852,1	5.354,1	4.266,2	5.272,2
Retorno absoluto	2.362,2	2.359,8	1.426,5	604,2	512,0	327,1	240,2	347,2

1 Datos estimados.

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

**Variación del patrimonio de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo:
suscripciones/reembolsos netos y rendimientos netos^{1,2}**

CUADRO 3.9

Millones de euros

	2022	2023	2024	2023	2024	II	III	IV
				IV	I			
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS								
Total fondos de inversión	16.977,9	18.050,8	28.041,3	1.254,0	7.914,8	5.353,5	6.711,5	8.061,6
Renta fija	15.171,0	28.528,7	35.205,6	8.977,5	11.413,0	8.024,6	7.039,5	8.728,6
Renta fija mixta	-8.999,8	-5.545,0	2.143,1	-2.097,5	-1.631,7	1.194,4	1.064,0	1.516,4
Renta variable mixta	-686,9	-2.287,9	-2.020,2	-1.061,1	-1.994,8	-182,9	25,7	131,8
Renta variable euro	-335,9	-1.753,1	-1.146,0	-353,4	-384,9	-320,8	-249,4	-190,8
Renta variable internacional	1.782,7	-1.766,8	666,3	-1.671,0	-538,9	459,4	271,4	474,3
Garantizado renta fija	3.355,8	1.905,1	-1.359,5	-40,0	-451,8	-457,4	-312,0	-138,3
Garantizado renta variable	-1.409,6	-938,7	-2.093,5	-524,4	-528,9	-308,1	-357,7	-898,9
Fondos globales	3.824,2	-8.376,0	-2.771,5	-3.644,2	575,0	-1.807,2	-821,3	-718,1
De gestión pasiva	4.551,5	8.897,7	-965,5	1.858,3	1.523,5	-1.331,0	-113,7	-1.044,3
Retorno absoluto	-274,9	-613,1	382,6	-190,2	-65,7	82,5	165,0	200,8
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	-30.163,5	23.796,0	24.699,2	12.642,9	9.728,1	3.532,6	7.379,6	4.058,8
Renta fija	-5.031,3	4.781,0	5.336,1	3.105,3	663,7	708,5	2.761,4	1.202,6
Renta fija mixta	-3.997,8	1.970,7	1.705,9	1.274,2	499,3	164,0	792,0	250,7
Renta variable mixta	-3.204,9	1.958,0	1.676,7	1.093,8	778,5	189,2	520,6	188,3
Renta variable euro	-715,3	1.233,3	554,2	439,7	412,6	40,3	264,3	-163,0
Renta variable internacional	-7.412,1	7.281,7	8.458,2	2.975,9	4.412,5	1.511,4	842,9	1.691,5
Garantizado renta fija	-247,6	204,7	175,6	145,4	7,8	31,6	104,7	31,6
Garantizado renta variable	-378,6	234,1	165,6	124,7	49,5	23,3	66,3	26,5
Fondos globales	-7.693,1	4.148,1	4.356,0	2.561,0	1.965,4	525,0	1.403,6	462,0
De gestión pasiva	-1.109,3	1.693,5	1.928,2	749,8	822,8	298,7	500,8	306,0
Retorno absoluto	-372,4	290,9	342,6	173,1	115,9	40,7	123,2	62,9

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

	2022	2023	2024	2023		2024		
				IV	I	II	III	IV
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	-8,81	8,05	7,44	3,93	2,94	1,18	2,16	1,24
Renta fija	-5,03	4,69	4,06	2,61	0,61	0,62	1,90	0,86
Renta fija mixta	-8,65	6,50	5,90	4,05	1,76	0,74	2,53	0,88
Renta variable mixta	-11,32	9,32	8,65	4,96	3,82	1,16	2,60	1,12
Renta variable euro	-8,09	18,89	10,20	7,08	6,72	1,02	4,58	-2,28
Renta variable internacional	-14,02	16,29	16,53	6,40	8,79	3,10	1,82	3,19
Garantizado renta fija	-7,98	3,51	3,30	2,16	0,25	0,60	1,75	0,77
Garantizado renta variable	-5,40	4,40	4,02	2,30	1,08	0,59	1,55	0,78
Fondos globales	-10,32	7,92	8,42	4,66	3,51	1,18	2,64	1,08
De gestión pasiva	-8,63	8,28	7,79	3,12	3,14	1,28	2,09	1,28
Retorno absoluto	-4,81	5,34	6,03	2,99	2,03	0,82	2,10	1,10
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	0,81	0,80	0,79	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
Renta fija	0,37	0,43	0,48	0,12	0,11	0,12	0,12	0,12
Renta fija mixta	0,87	0,91	0,91	0,23	0,22	0,23	0,24	0,22
Renta variable mixta	1,14	1,14	1,18	0,29	0,30	0,28	0,30	0,29
Renta variable euro	1,22	1,26	1,29	0,33	0,32	0,32	0,33	0,31
Renta variable internacional	1,15	1,16	1,16	0,29	0,29	0,29	0,29	0,30
Garantizado renta fija	0,35	0,46	0,49	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12
Garantizado renta variable	0,40	0,42	0,41	0,11	0,10	0,10	0,10	0,10
Fondos globales	1,16	1,16	1,18	0,30	0,30	0,29	0,30	0,29
De gestión pasiva	0,34	0,44	0,49	0,12	0,12	0,13	0,12	0,13
Retorno absoluto	0,51	0,61	0,67	0,18	0,17	0,16	0,19	0,16
GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO								
Total fondos de inversión	0,07	0,07	0,07	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,06	0,05	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Renta fija mixta	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,09	0,09	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable euro	0,09	0,09	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable internacional	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta fija	0,05	0,05	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Garantizado renta variable	0,05	0,06	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Fondos globales	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
De gestión pasiva	0,04	0,04	0,04	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Retorno absoluto	0,05	0,05	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01

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

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

CUADRO 3.11

%

	2022	2023	2024	2024				2025
				I	II	III	IV	I ²
Total fondos de inversión	-8,95	7,55	6,96	2,81	0,97	1,95	1,08	1,48
Renta fija	-5,38	4,16	3,51	0,48	0,49	1,78	0,72	0,61
Renta fija mixta	-8,83	5,75	5,08	1,56	0,50	2,26	0,68	1,17
Renta variable mixta	-11,37	8,51	7,69	3,54	0,85	2,29	0,82	1,90
Renta variable euro	-8,39	18,57	9,10	6,63	0,69	4,25	-2,53	10,75
Renta variable internacional	-13,14	16,56	17,16	8,86	2,80	1,51	3,14	2,62
Garantizado renta fija	-8,43	3,02	2,69	0,11	0,40	1,53	0,63	0,38
Garantizado renta variable	-5,44	4,03	3,56	0,97	0,48	1,43	0,64	1,30
Fondos globales	-10,53	7,05	7,42	3,27	0,87	2,33	0,78	1,74
De gestión pasiva	-9,31	8,98	7,60	3,15	1,10	1,94	1,21	2,21
Retorno absoluto	-4,95	4,77	5,34	1,87	0,61	1,87	0,90	1,37

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: febrero de 2025.

IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 3.12

	2022	2023	2024	2023		2024		
				IV	I	II	III	IV
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes ¹	8.817	10.341	11.590	10.341	11.071	11.504	11.733	11.590
Patrimonio (millones de euros)	3.894,0	5.022,6	6.475,6	5.022,6	5.516,5	5.667,2	6.023,0	6.475,6
Suscripciones (millones de euros)	1.257,1	1.416,3	1.612,4	519,6	411,3	192,1	401,6	607,4
Reembolsos (millones de euros)	603,3	640,6	623,7	176,3	124,0	153,1	114,1	232,4
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	653,9	775,7	988,7	343,4	287,3	39,0	287,5	375,0
Rendimientos netos (millones de euros)	-300,8	362,0	475,6	145,5	210,0	114,2	70,4	81,4
Rentabilidad (%)	-7,71	7,98	9,67	3,21	4,26	2,13	1,60	1,37
Rendimientos de gestión ² (%)	-7,21	9,32	9,61	3,47	4,34	2,36	1,55	1,63
Gastos comisión de gestión ² (%)	0,85	0,82	0,83	0,21	0,21	0,18	0,20	0,24
Gastos de financiación ² (%)	0,28	0,29	0,23	0,06	0,04	0,05	0,07	0,06
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes ²	5.347	5.283	6.166	5.283	5.282	5.288	5.522	6.166
Patrimonio (millones de euros)	741,3	794,8	846,0	794,8	804,4	843,7	836,3	846,0
Suscripciones (millones de euros)	110,1	77,3	91,2	8,3	23,0	35,9	19,4	12,9
Reembolsos (millones de euros)	225,1	25,1	70,3	14,2	21,2	3,5	24,5	21,2
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	-115,0	52,2	20,8	-5,9	1,8	32,4	-5,1	-8,3
Rendimientos netos (millones de euros)	22,2	1,3	30,5	-17,5	7,9	6,9	-2,3	18,0
Rentabilidad (%)	3,04	0,37	3,49	-2,04	0,96	0,73	-0,27	2,03
Rendimientos de gestión ³ (%)	4,67	1,63	5,28	-1,84	1,38	1,27	0,11	2,53
Gastos comisión de gestión ³ (%)	1,32	1,33	1,38	0,32	0,33	0,38	0,33	0,35
Gastos comisión de depósito ³ (%)	0,06	0,06	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01

1 Datos por compartimento.

2 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

3 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

SGIIC: número de carteras y patrimonio gestionado

CUADRO 3.13

	2022	2023	2024	2024				2025
				I	II	III	IV	I ¹
NÚMERO DE CARTERAS²								
Fondos de inversión ³	1.484	1.496	1.492	1.499	1.500	1.482	1.492	1.476
Sociedades de inversión	1.086	447	426	440	436	432	426	420
IIC de IIC de inversión libre	8	7	8	7	8	8	8	8
IIC de inversión libre	91	123	145	127	132	136	145	144
IIC inmobiliarias ⁴	4	3	2	2	2	2	2	2
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	311.466,4	353.259,8	405.931,1	370.890,1	379.750,4	393.828,5	405.931,1	419.697,3
Sociedades de inversión	15.468,1	13.878,1	15.351,5	14.616,8	14.799,9	14.899,6	15.351,5	15.532,4
IIC de IIC de inversión libre	741,3	821,7	836,6	804,4	843,7	836,3	846,0	847,9
IIC de inversión libre	3.431,8	4.387,0	6.164,6	5.285,8	5.427,2	5.791,9	6.234,8	6.412,6
IIC inmobiliarias ⁴	1.279,1	1.319,2	1.049,7	1.300,3	1.298,4	1.296,7	1.049,7	1.052,6

1 Datos disponibles: febrero de 2025, excepto patrimonio gestionado IIC de IIC de inversión libre y de IIC de inversión libre que corresponden a enero de 2025.

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

3 Datos de fondos de inversión correspondientes a junio de 2024 revisados y modificados en mayo de 2025. A partir de 2025 no se incluyen fondos de inversión del *sandbox* (Ley 7/2020, de 13 de noviembre, para la transformación digital del sistema financiero).

4 Datos de fondos y sociedades de inversión inmobiliaria.

IIC extranjeras comercializadas en España¹

CUADRO 3.14

	2022	2023	2024	2023		2024		
				IV	I	II	III	IV
VOLUMEN DE INVERSIÓN² (millones de euros)								
Total	201.058,7	251.304,7	296.806,6	251.304,7	260.337,6	275.267,3	275.005,8	296.806,6
Fondos	27.630,3	35.677,7	46.692,5	35.677,7	38.947,5	42.821,7	42.560,8	46.692,5
Sociedades	173.428,3	215.627,0	250.114,1	215.627,0	221.390,1	232.445,6	232.445,0	250.114,1
N.º DE INVERSORES								
Total	6.412.067	6.951.170	8.144.894	6.951.170	7.133.668	7.397.244	7.413.511	8.144.894
Fondos	830.870	880.152	1.128.287	880.152	947.938	994.603	994.650	1.128.287
Sociedades	5.581.197	6.071.018	7.016.607	6.071.018	6.185.730	6.402.641	6.418.861	7.016.607
N.º DE INSTITUCIONES³								
Total	1.095	1.115	1.139	1.115	1.119	1.126	1.135	1.139
Fondos	426	442	453	442	447	451	452	453
Sociedades	669	673	686	673	672	675	683	686
ESTADO DE ORIGEN³								
Luxemburgo	498	504	509	504	507	510	511	509
Francia	222	230	239	230	231	233	235	239
Irlanda	248	247	255	247	245	246	252	255
Alemania	53	60	61	60	61	61	61	61
Reino Unido	0	0	0	0	0	0	0	0
Países Bajos	3	3	3	3	3	3	3	3
Austria	34	33	34	33	33	34	34	34
Bélgica	3	3	3	3	3	3	3	3
Dinamarca	1	0	0	0	0	0	0	0
Finlandia	14	14	14	14	15	15	15	14
Liechtenstein	4	4	4	4	4	4	4	4
Portugal	6	7	7	7	7	7	7	7
Suecia	9	10	10	10	10	10	10	10

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

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

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

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias¹

CUADRO 3.15

	2022	2023	2024	2024				2025
				I	II	III	IV	I ²
FONDOS								
Número	3	2	2	2	2	2	2	1
Partícipes	593	583	104	581	581	581	104	103
Patrimonio (millones de euros)	1.279,10	1.319,20	1.049,70	1.300,30	1.298,40	1.296,70	1.049,70	1.052,60
Rentabilidad (%)	2,94	2,85	-17,10	-1,44	-0,15	-0,13	-15,65	0,28

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

2 Datos disponibles: febrero de 2025.

