

### 3 Entidades financieras y servicios de inversión

Los mercados de valores  
y sus agentes  
Entidades financieras  
y servicios de inversión

#### 3.1 Inversión colectiva

Después de que en 2018 se interrumpiera un crecimiento de seis años consecutivos, en 2019 los fondos de inversión de carácter financiero volvieron a observar un incremento de su patrimonio. Esto fue consecuencia, principalmente, del aumento del valor de la cartera de las inversiones derivado del buen comportamiento de los mercados financieros durante gran parte del año. De forma adicional, se produjeron nuevas entradas de recursos, aunque con valores muy inferiores a los observados en años precedentes (de hecho, en el primer trimestre se registraban reembolsos netos). Así como en ejercicios previos las fórmulas consideradas arriesgadas aumentaron de forma clara su peso relativo, en 2019 no hubo una tendencia obvia: a pesar de la expansión de algunos fondos de este tipo, como los de renta variable internacional, también crecieron con fuerza los de renta fija, considerados conservadores.

Como ya sucediera en los dos ejercicios anteriores, las sociedades de inversión de capital variable (SICAV) experimentaron una reducción en el número de entidades. Mientras que en 2017 la mayoría de las bajas fueron consecuencia de absorciones por parte de otras instituciones de inversión colectiva (IIC), tanto en 2018 como en 2019 estas tan solo explicaron un porcentaje relativamente pequeño del total (que en 2019 fue del 15 % aproximadamente).

En 2019 continuó la expansión del patrimonio y de la cuota de mercado de las IIC extranjeras comercializadas en España, que a finales de año ya suponían más de un tercio del total de las IIC comercializadas en nuestro país.

##### 3.1.1 Fondos de inversión (FI)

El patrimonio de los fondos de inversión españoles (FI), que había retrocedido en los últimos meses de 2018, volvió a crecer con fuerza durante 2019, con un avance acumulado en el año del 7,8 %, hasta alcanzar los 279.377 millones de euros. Prácticamente el 90 % de este incremento se debió a los rendimientos positivos de la cartera de los FI, que fueron de algo más de 18.000 millones de euros, mientras que el resto tuvo su origen en las suscripciones de participaciones (en términos netos), que ascendieron a 2.467 millones. Si se analizan los datos trimestralmente, se puede observar que la mayor parte de la revalorización de la cartera de los FI se produjo en el primer trimestre del año, con más del 50 % del total anual, mientras que las suscripciones netas, que en el primer trimestre todavía fueron negativas, fueron creciendo paulatinamente hasta superar los 2.000 millones de euros en los últimos tres meses del ejercicio.

Como se aprecia en el anexo estadístico II.1, las categorías de fondos que registraron un mayor crecimiento patrimonial fueron, por este orden, la de fondos de renta fija (11.694 millones de euros más que en 2018, lo que supone una tasa de variación del 17,5 %), la de renta variable internacional (9.674 millones más, 39,6 %) y la de renta

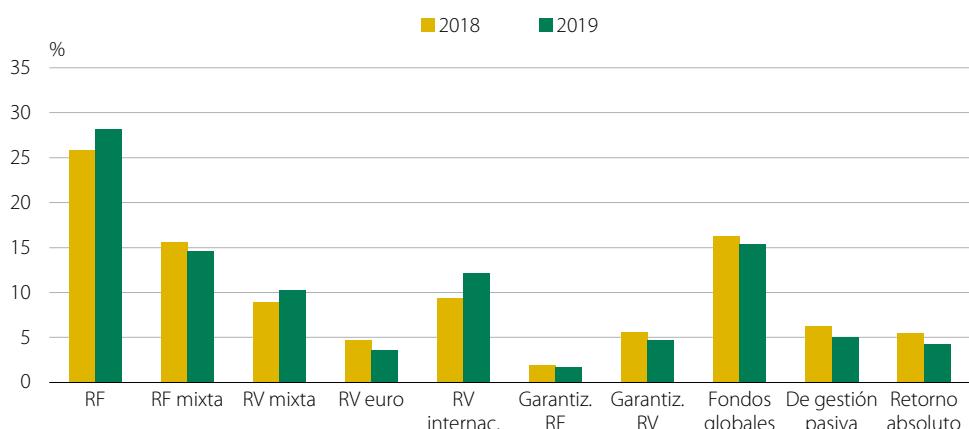
variable mixta (5.520 millones más, 23,7 %). Cabe mencionar además que, si bien en el caso de las dos últimas vocaciones el avance patrimonial se debió prácticamente a partes iguales a la revalorización de la cartera y a las suscripciones de nuevas participaciones, en el caso de los fondos de renta fija el aumento fue consecuencia casi exclusiva de nuevas suscripciones. Muy por detrás se situaron los fondos globales y los fondos de renta fija mixta, con aumentos de 905 y 349 millones de euros, respectivamente. En ambos casos las suscripciones netas realizadas durante el año tuvieron un signo negativo.

En relación con los retrocesos patrimoniales, el más importante se produjo en los fondos de retorno absoluto, con una contracción de 2.354 millones de euros, un 16,6 % menos que a finales de 2018, seguidos de cerca por los fondos de gestión pasiva (-2.065 millones de euros, un 12,8 % menos) y los fondos de renta variable euro (-2.033 millones, -16,7 %). Hay que mencionar que en los tres casos también se había registrado un retroceso del patrimonio en 2018, sobre todo en las dos primeras vocaciones. También experimentaron reducciones patrimoniales, aunque de menor cuantía, los fondos garantizados, tanto de renta variable como de renta fija, con unos descensos de 1.327 y 78 millones de euros, respectivamente. Es importante recordar que, en el caso de los fondos garantizados de renta fija, aunque su comportamiento no fue especialmente negativo en 2019, llevan experimentando importantes salidas de recursos desde 2013, con una reducción patrimonial acumulada desde entonces de más del 85 %.

A diferencia de lo que venía sucediendo desde 2013, periodo en el que las variaciones patrimoniales se traducían en un descenso del peso relativo de las fórmulas más conservadoras (fondos de renta fija y fondos garantizados de renta fija y renta variable), en 2019 los movimientos de los partícipes no han ido en una dirección tan clara. Si bien es cierto que los fondos de renta variable internacional han registrado suscripciones netas positivas de más de 4.000 millones de euros (una vocación de las consideradas más arriesgadas), los fondos de renta fija han sido los que han recibido mayores recursos durante el año. Esto parece indicar que una parte de los inversores se decanta por los fondos de renta variable en su búsqueda de rentabilidad en el entorno de tipos reducidos en el que nos encontramos, mientras que otra parte de ellos, más aversos al riesgo, se vieron influidos por el mal comportamiento de los mercados en 2018 y optaron por fórmulas más seguras, en principio, como la renta fija (véase gráfico 3.1.1).

Fondos de inversión: Distribución del patrimonio

GRÁFICO 3.1.1



Con estos movimientos, se puede decir que la inversión en FI tendió a polarizarse ligeramente durante 2019: tanto el peso de las categorías más conservadoras como el de las más arriesgadas se incrementó a lo largo del año, con una importancia relativa del 34,6 % de las primeras (33,3 % en 2018) y del 31,2 % para las segundas (30,4 % en el año anterior).

La rentabilidad agregada de los FI en el conjunto del ejercicio fue del 7,1 %, impulsada por la importante revalorización de las carteras durante el primer trimestre del año (3,85 %). Todas las categorías de fondos, sin excepción, mostraron un rendimiento anual positivo. En línea con la tendencia alcista de las cotizaciones bursátiles, los fondos más rentables fueron los de renta variable internacional y renta variable euro, con un rendimiento del 22,2 % y del 14,3 %, respectivamente, en 2019 (11,9 % y 8,2 % en el primer trimestre). Los fondos de renta fija, en cambio, fueron los que registraron el menor rendimiento en términos anuales, que se situó en el 1,4 %.

**Los mercados de valores y sus agentes**  
**Entidades financieras y servicios de inversión**

#### Distribución del patrimonio de los fondos de inversión<sup>1</sup>

CUADRO 3.1.1

Importes en millones de euros

	2018	%	2019	%	% var. 19/18
<b>Patrimonio</b>	<b>259.095</b>	<b>100,0</b>	<b>279.377</b>	<b>100,0</b>	<b>7,8</b>
<b>Cartera de inversiones financieras</b>	<b>241.016</b>	<b>93,0</b>	<b>256.751</b>	<b>91,9</b>	<b>6,5</b>
Cartera interior	74.486	28,7	66.520	23,8	-10,7
Valores representativos de deuda	50.538	19,5	44.638	16	-11,7
Instrumentos de patrimonio	10.868	4,2	9.048	3,2	-16,7
Instituciones de inversión colectiva	6.985	2,7	8.582	3,1	22,9
Depósitos en EE. CC.	5.855	2,3	4.005	1,4	-31,6
Derivados	235	0,1	243	0,1	3,4
Otros	5	0,0	5	0,0	0,0
Cartera exterior	166.522	64,3	190.224	68,1	14,2
Valores representativos de deuda	74.079	28,6	83.818	30,0	13,1
Instrumentos de patrimonio	26.661	10,3	33.116	11,9	24,2
Instituciones de inversión colectiva	65.624	25,3	73.054	26,1	11,3
Depósitos en EE. CC.	21	0,0	4	0,0	-81,0
Derivados	136	0,1	231	0,1	69,9
Otros	1	0,0	1	0,0	0,0
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	8	0,0	6	0,0	-25,0
<b>Tesorería</b>	<b>16.897</b>	<b>6,5</b>	<b>21.735</b>	<b>7,8</b>	<b>28,6</b>
<b>Neto deudores/acreedores</b>	<b>1.182</b>	<b>0,5</b>	<b>892</b>	<b>0,3</b>	<b>-24,5</b>

Fuente: CNMV. (1) Excluidas las IIC de inversión libre (FIL y FIICIL).

Como viene sucediendo desde 2013, la distribución del patrimonio agregado de los FI se modificó en 2019 en favor de la cartera exterior, cuyo peso relativo se situó en el 68,1 % del patrimonio total al cierre del ejercicio, 4 puntos porcentuales (p.p.) más que en 2018, superando los 190.000 millones de euros. La cartera interior, por su parte, redujo su importancia, tanto en términos absolutos como relativos, hasta los 66.520 millones de euros (casi 8.000 millones menos que en 2018), un 23,8 % del total. A pesar de estos resultados, hay que tener en cuenta que dentro de la cartera exterior se incluyen todos los valores que han sido adquiridos en mercados no nacionales, con independencia del origen de las entidades emisoras. Teniendo en cuenta

el importante incremento de emisiones de empresas españolas, especialmente de renta fija privada, en mercados extranjeros (véase capítulo 2.1 del presente informe), es muy posible que parte del incremento observado en la cartera exterior provenga de la adquisición de valores nacionales en mercados foráneos.

El incremento de la inversión por parte de los FI en activos internacionales se repartió de una forma bastante equitativa entre las distintas tipologías de activos. Así, la inversión directa en renta variable internacional de nuestros fondos se incrementó en 6.455 millones de euros (lo que supone un aumento del 24,2 %, hasta superar los 33.116 millones), la inversión en otras IIC lo hizo en 7.430 millones (+11,3 %, hasta los 73.054 millones) y la correspondiente a activos de renta fija aumentó en 9.736 millones (+13,1 % hasta los 83.818 millones). Cabe destacar, en relación con la cartera interior, que de estas 3 categorías de activos, la única que se incrementó fue la de inversión en IIC españolas, que ascendía al cierre de 2019 a 8.582 millones, tras haber avanzado un 22,9 %. Aun así, esta cifra queda todavía muy lejos de su equivalente en la cartera exterior.

Las sociedades gestoras continuaron con el proceso de racionalización de la oferta de fondos aunque, como viene sucediendo desde hace 2 años, a un ritmo mucho menor que en el periodo entre 2012 y 2016, cuando el descenso acumulado en el número de fondos fue superior a 450. De esta forma, durante el ejercicio, se produjeron 120 bajas de FI y 98 altas, lo que hizo que el número de vehículos finalizara el año en 1.595 (véase cuadro 3.1.2). Un total de 114 bajas fueron consecuencia de absorciones por parte de otros FI. Esta reducción en el número de vehículos, unida a su incremento patrimonial, dio lugar a un aumento del patrimonio medio por fondo durante el ejercicio, que pasó de 160,2 millones de euros en 2018 a 175,2 millones en 2019.

#### Altas y bajas en el registro de entidades en 2018

CUADRO 3.1.2

Tipo de entidad	Entidades registradas a 31/12/18		Entidades registradas a 31/12/19	
	Altas	Bajas		
<b>Total IIC de carácter financiero</b>	<b>4.386</b>	<b>117</b>	<b>270</b>	<b>4.233</b>
Fondos de inversión	1.617	98	120	1.595
Sociedades de inversión	2.713	3	147	2.569
IIC de IIC de inversión libre	7	0	0	7
IIC de inversión libre	49	16	3	62
<b>Total IIC inmobiliarias</b>	<b>7</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>5</b>
Fondos de inversión inmobiliaria	3	0	1	2
Sociedades de inversión inmobiliaria	4	0	1	3
<b>Total IIC extranjeras comercializadas en España</b>	<b>1.024</b>	<b>117</b>	<b>108</b>	<b>1.033</b>
Fondos extranjeros	429	54	84	399
Sociedades extranjeras	595	63	24	634
<b>SGIIC</b>	<b>119</b>	<b>7</b>	<b>3</b>	<b>123</b>
<b>Depositorios</b>	<b>37</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>36</b>

Fuente: CNMV.

El número de partícipes, en línea con lo ocurrido con el patrimonio, se incrementó un 4,6 % a lo largo de 2019, hasta alcanzar los 11,7 millones (véase anexo estadístico II.1), correspondiendo prácticamente la totalidad de este avance al último trimestre

del año. Por categorías, los fondos de renta fija fueron los que experimentaron el mayor avance, con 958.777 partícipes más, seguidos por los fondos de renta variable internacional, con un incremento de 429.757. Por el contrario, en los fondos de retorno absoluto se produjo la mayor reducción de partícipes, en concreto 284.599 menos que al cierre de 2018, mientras que en los fondos de renta variable euro este descenso fue de 232.214. El 98,3 % de los partícipes de los FI eran personas físicas, un porcentaje muy similar al de 2018, cuando concentraban el 82,8 % del patrimonio total, 5 décimas por debajo de la cifra del ejercicio anterior.

**Los mercados de valores y sus agentes**  
**Entidades financieras y servicios de inversión**

### **3.1.2 Sociedades de inversión de capital variable (SICAV)**

Como en los últimos 4 años, el número de SICAV registradas en la CNMV se redujo en 2019 y finalizó el año con un total de 2.569 vehículos frente a los 2.713 del cierre de 2018. Esto fue consecuencia del elevado número de bajas, concretamente de 147, y de haberse producido tan solo 3 altas. Este descenso se vio reflejado también en el número de accionistas, que retrocedió un 3,8 %, hasta alcanzar los 400.359. Prácticamente todas las SICAV, más del 99 %, cotizaban en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB).

A pesar del menor número de instituciones, el patrimonio de las SICAV experimentó un avance del 3,4 %, hasta los 28.793 millones de euros, cuyo origen fue la revalorización de su cartera, especialmente los activos de renta variable, gracias al buen comportamiento de los mercados durante el año. Como consecuencia de estos movimientos, el patrimonio medio por SICAV se incrementó desde los 10,3 millones de euros a finales de 2018 hasta los 11,2 millones en 2019, mientras que el patrimonio medio por accionista lo hizo desde los 66.909 euros hasta los 71.917.

Este tipo de sociedades ha jugado un papel muy relevante desde la perspectiva del desarrollo y sofisticación de los servicios de inversión en España y contribuye a que exista un número importante de profesionales con experiencia de alto nivel en las diversas facetas de la gestión de patrimonios. Además, contribuyen a la inversión en valores españoles, dado que una parte significativa de su cartera (el 18 % en 2019) está invertida en estos valores. No obstante, la evolución negativa del número de entidades que pertenecen a este subsector de la inversión colectiva desde 2016 refleja, en parte, la existencia de un cierto nivel de incertidumbre acerca de posibles cambios regulatorios que pudieran afectarlo. Así, desde entonces se ha reducido el número de vehículos en más de un 20 %, siendo 2017 el año en que se produjo el mayor descenso, con 406 SICAV menos que el ejercicio anterior.

En relación con la distribución del patrimonio de estos vehículos, en el cuadro 3.1.3 se puede observar que durante 2019 el aumento del patrimonio tuvo su reflejo en el valor de la cartera de inversiones financieras, que se incrementó un 4,4 %, hasta alcanzar prácticamente los 26.000 millones de euros. Sin embargo, la tesorería experimentó un ligero retroceso del 2,6 %, hasta situarse en 2.660 millones de euros. El peso relativo de la cartera exterior dentro de la cartera total, como venía sucediendo en los últimos años, aumentó 3 p.p. a lo largo del año, con lo que se situaba en el 82 % al cierre del ejercicio (74,1 % del patrimonio total). Entre las diferentes categorías de inversión extranjera cabe destacar el incremento de la importancia relativa de la inversión en otras IIC, que pasó a representar un 49,4 % de la cartera exterior (48,3 % en 2018), mientras que las acciones y otros instrumentos de patrimonio, a pesar de un ligero aumento en términos absolutos, disminuyeron su peso del 30,2 % al 28,7 % de la inversión extranjera.

Importes en millones de euros

	2018	%	2019	%	% var. 19/18
<b>Patrimonio</b>	<b>27.836</b>	<b>100,0</b>	<b>28.793</b>	<b>100,0</b>	<b>3,4</b>
<b>Cartera de inversiones financieras</b>	<b>24.841</b>	<b>89,2</b>	<b>25.940</b>	<b>90,1</b>	<b>4,4</b>
Cartera interior	5.031	18,1	4.588	15,9	-8,8
Valores representativos de deuda	1.434	5,2	1.217	4,2	-15,1
Instrumentos de patrimonio	2.194	7,9	1.983	6,9	-9,6
Instituciones de inversión colectiva	1.194	4,3	1.232	4,3	3,2
Depósitos en EE. CC.	164	0,6	99	0,3	-39,6
Derivados	-0,2	0,0	0,8	0,0	-
Otros	46,2	0,2	56,8	0,2	22,9
Cartera exterior	19.804	71,1	21.348	74,1	7,8
Valores representativos de deuda	4.242	15,2	4.618	16,0	8,9
Instrumentos de patrimonio	5.979	21,5	6.134	21,3	2,6
Instituciones de inversión colectiva	9.541	34,3	10.549	36,6	10,6
Depósitos en EE. CC.	0,0	0,0	1,1	0,0	-
Derivados	27,6	0,1	34,1	0,1	23,6
Otros	14,5	0,1	12,5	0,0	-13,8
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	5,6	0,0	3,8	0,0	-32,1
<b>Inmovilizado intangible</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-</b>
<b>Inmovilizado material</b>	<b>0,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Tesorería</b>	<b>2.731,9</b>	<b>9,8</b>	<b>2.659,8</b>	<b>9,2</b>	<b>-2,6</b>
<b>Neto deudores/acreedores</b>	<b>262,6</b>	<b>0,9</b>	<b>192,1</b>	<b>0,7</b>	<b>-26,8</b>
<b>Pro memoria: n.º accionistas</b>	<b>416.029</b>	<b>-</b>	<b>400.359</b>	<b>-</b>	<b>0,0</b>

Fuente: CNMV. (1) Intereses incluidos en cada epígrafe.

Por su parte, la cartera experimentó un descenso tanto de su peso relativo como de su valor en términos absolutos, ya que pasó de poco más de 5.000 millones de euros y un porcentaje del 20,3 % de la cartera en 2018 a 4.588 millones y un peso del 17,7 % en 2019. Los cambios en la distribución entre los distintos instrumentos fueron similares a los de la cartera exterior, con un incremento del 23,7 % al 26,9 % de la importancia relativa de la inversión en otras IIC. En cambio, a diferencia de las inversiones en el exterior, el mayor descenso se produjo en los instrumentos de deuda, que fue algo superior a los 200 millones de euros (lo que dio lugar a una disminución de su importancia dentro de la cartera interior de 2 p.p., hasta el 26,5 %). En todo caso, merece la pena destacar que los porcentajes de inversión en renta variable nacional y en IIC españolas de las SICAV continúan siendo superiores a los de los FI (6,9 % y 4,3 % frente a 3,2 % y 3,1 %, respectivamente).

### 3.1.3 IIC de inversión libre

La inversión libre continúa teniendo en España un peso muy reducido dentro de la inversión colectiva, ya que representa menos del 1 % del patrimonio total. Este segmento de la inversión colectiva está formado 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). En ambos casos, los vehículos pueden estar constituidos como fondos o como sociedades.

El patrimonio agregado de estas instituciones, después de haberse mantenido prácticamente estable en 2018, volvió a crecer con intensidad en 2019, con un incremento del 24,4 %, hasta situarse a finales de diciembre en 3.398 millones de euros. Tanto en el caso de las IIC de inversión libre como de las IIC de IIC de inversión libre, el aumento fue similar, concretamente del 25,2 % para las primeras, hasta los 2.832,4 millones de euros, y del 20,7 % para las segundas, hasta los 565,9 millones.

Al cierre del ejercicio, los vehículos constituidos como fondos concentraban el 82 % del total del segmento, cifra muy similar a la de finales de 2018. Los fondos de IIC de inversión libre continuaron siendo los de menor importancia en términos patrimoniales, con un peso respecto al total de fondos del 12 % (9,1 % en el ejercicio anterior). Las fórmulas societarias, por su parte, suponían en su conjunto el 18 % restante.

La evolución de la rentabilidad de la cartera estuvo en línea con el comportamiento de los mercados a lo largo del año, especialmente los de renta variable, y fue positiva para todas las categorías: mientras que las IIC de inversión libre registraban un rendimiento anual de la cartera del 10,4 %, las IIC de IIC de inversión libre mostraban una rentabilidad del 5,1 %. Al igual que en los FI, el mayor rendimiento se produjo en el primer trimestre del año.

En línea con el avance patrimonial, el número total de partícipes y accionistas de estos vehículos creció de forma sustancial, con 3.159 más que al cierre de 2018, por lo que a finales de diciembre había un total de 10.407. Este movimiento se debió casi en exclusiva a las IIC de inversión libre, segmento en el que el número de partícipes aumentó un 69,8 %, hasta los 7.548. En el caso de las IIC de IIC de inversión libre el incremento fue muy leve, con tan solo 55 partícipes o accionistas más, y finalizó el año con 2.859 partícipes.

Por otra parte, el número de vehículos de inversión libre registrados en la CNMV en diciembre de 2019 ascendía a 70, 13 más que al cierre del año anterior. Como se observa en el cuadro 3.1.2, este incremento se produjo únicamente en el segmento de las IIC de inversión libre, donde hubo 16 altas y 3 bajas, por lo que el año cerró con 63 instituciones. En el caso de las IIC de IIC de inversión libre no se produjo ningún movimiento en el registro de la CNMV.

**Los mercados de valores y sus agentes**  
**Entidades financieras y servicios de inversión**

#### **La intermediación financiera no bancaria en España<sup>1</sup>**

RECUADRO 4

La CNMV hizo público en diciembre el informe sobre la intermediación financiera no bancaria (IFNB) en España, que representa una actualización y un complemento al primer análisis de las entidades que forman parte de esta y que se publicó en el *Boletín de la CNMV* del primer trimestre de 2019<sup>1</sup>. Esta actualización, que se realizará con periodicidad semestral, trata de ilustrar las tendencias más recientes de la IFNB en cuanto a las principales magnitudes, así como a la evaluación de sus riesgos más importantes.

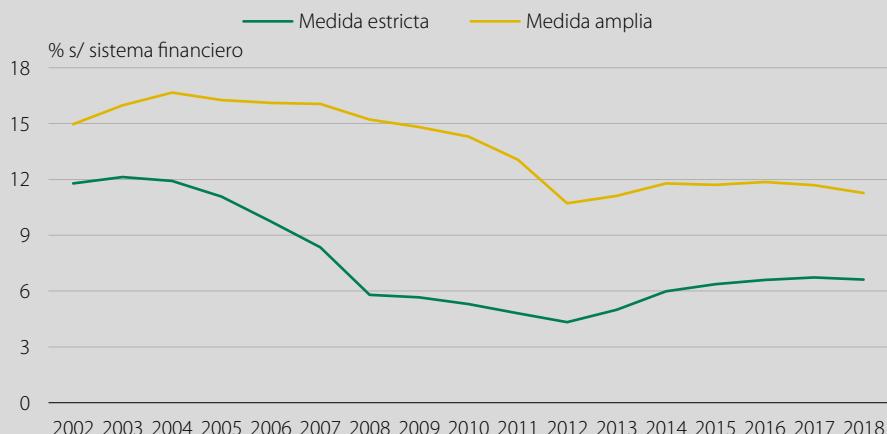
Siguiendo la metodología del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), que determinó cinco funciones económicas para identificar las entidades

pertenecientes a la IFNB basándose en la actividad que desarrollan (no tanto por su forma legal<sup>2</sup>), en España pertenecen a ella los fondos de renta fija, los fondos mixtos, los fondos monetarios, los fondos de inversión libre y las SICAV (función económica 1, EF1); los establecimientos financieros de crédito (función económica 2, EF2); las sociedades de valores (función económica 3, EF3); las sociedades de garantía recíproca y las plataformas de financiación participativa (función económica 4, EF4), y los vehículos de propósito especial (SFV, por sus siglas en inglés) cuyo objeto es la titulización de activos (función económica 5, EF5<sup>3</sup>).

Así, de acuerdo con la información disponible, los activos relacionados con la IFNB en España al cierre de 2018 (bajo la definición más amplia) se situaron en 504.000 millones de euros, lo que supone una contracción del 5,3 % respecto a 2017. Este descenso se explica tanto por la disminución del saldo vivo de las titulizaciones como por el retroceso del patrimonio de los fondos de inversión, cuyos activos se vieron afectados por las turbulencias de finales de 2018, y por el aumento de los reembolsos de los partícipes. Si se excluyen del análisis los activos de las entidades que consolidan en grupos bancarios, se obtiene la denominada medida estrecha (*narrow measure*) de la IFNB, que en España se situó en 296.000 millones de euros, un 6,7 % del sistema financiero español.

Peso relativo de la IFNB

GRÁFICO R4.1



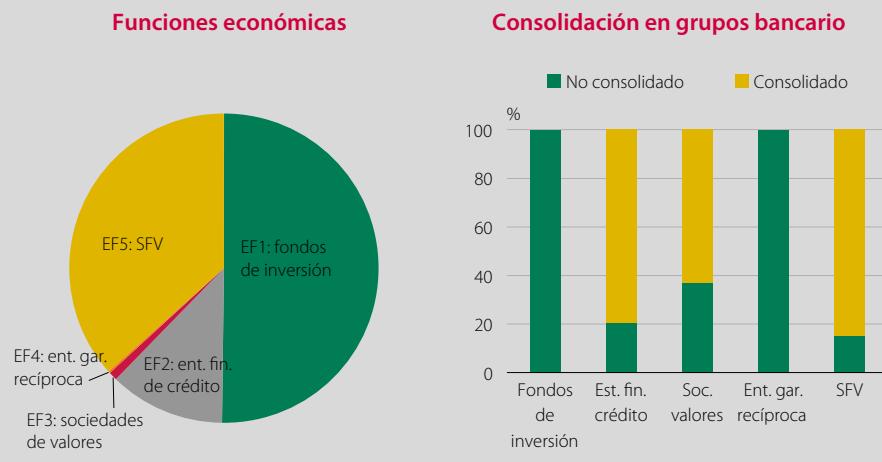
Fuente: CNMV y Banco de España.

Atendiendo al comportamiento histórico de estas actividades, la expansión de la IFNB hasta 2007 fue elevada y sostenida: entre 2002 y 2007 el crecimiento acumulado fue del 66,3 % atendiendo a la definición estricta y del 151,9 % si se tiene en cuenta la definición más amplia. A partir de entonces, con el inicio de la crisis, los activos gestionados por las entidades pertenecientes a la IFNB comenzaron a disminuir, especialmente en 2008, para recuperarse de una forma suave a partir de 2013. Cabe mencionar que, a pesar del crecimiento de los activos de la IFNB en los años anteriores a la crisis, en términos relativos, como fracción del sistema financiero en su conjunto, estas actividades perdieron peso de forma sustancial, por lo que se deduce que el aumento de la IFNB fue menor que el registrado por el sistema financiero en su totalidad, especialmente por parte de los bancos (véase gráfico R4.1).

En cuanto a la distribución entre las distintas tipologías de entidades, las pertenecientes a la EF1 (ciertas clases de fondos de inversión) y EF5 (vehículos para la titulización) son las que representan un mayor porcentaje del total, con un 50,2 % y un 36,6 %, respectivamente (véase panel izquierdo del gráfico R4.2). En el caso de la EF1, a pesar de haberse reducido su dimensión en términos absolutos, su importancia relativa en 2018 se incrementó 8 décimas, mientras que el peso de la EF5, con una caída de sus activos financieros totales, disminuyó un 2,3 %. Por detrás de estos dos subsectores, se sitúan los establecimientos financieros de crédito (EF2), con un 12,1 % del total y, a mucha distancia, los correspondientes a las EF3 y EF4. Descontando las entidades que consolidan en grupos bancarios, estos valores cambian de forma significativa. Por un lado, los fondos de inversión —en los que no existe consolidación— ganan peso, hasta alcanzar el 85,5 % del total, mientras que el peso de los vehículos de titulización y los establecimientos financieros de crédito, con una fracción muy elevada del total del sector que consolida en bancos (véase panel derecho del gráfico R4.2), desciende hasta el 9,4 % y el 4,2 % de la IFNB, respectivamente.

Distribución de la IFNB. 2018

GRÁFICO R4.2



Fuente: CNMV y Banco de España.

Para identificar y realizar un seguimiento de los riesgos potenciales asociados a la IFNB se han calculado indicadores que tratan de cuantificar el riesgo de crédito, la transformación de vencimientos, el riesgo de liquidez y el apalancamiento de las entidades más importantes (los fondos de inversión<sup>4</sup>, los establecimientos financieros de crédito, las sociedades de valores y los SFV<sup>5</sup>).

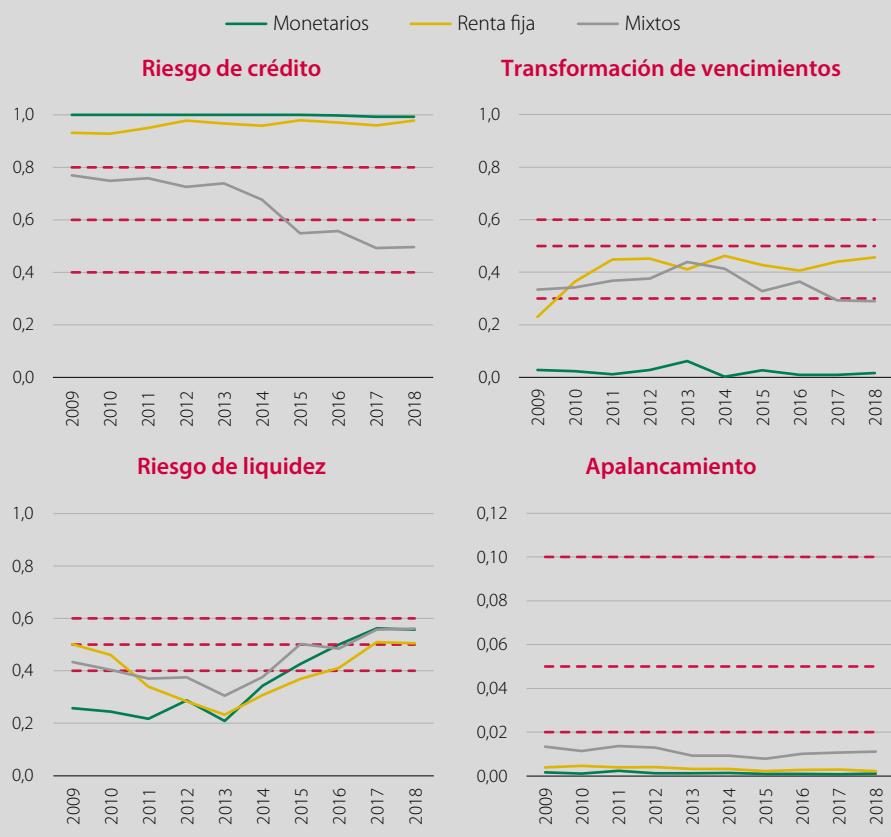
Como se puede observar en el gráfico R4.3, los riesgos más importantes asociados a los fondos de inversión españoles no son demasiado elevados, a excepción del riesgo de crédito, ya que, por la propia naturaleza de estos fondos, muestran un porcentaje considerable de activos crediticios en sus carteras. Como cabría esperar, los fondos monetarios eran los que, a finales de 2018, poseían un porcentaje mayor, con prácticamente el 100 %, seguidos por los fondos de renta fija, cuyos activos crediticios se situaban en un 98 %. En los fondos mixtos, por su parte, esta cifra era al cierre del ejercicio anterior del 50 %, porcentaje que ha ido descendiendo de forma paulatina desde 2009,

cuando se situaba cerca del 80 %. Por otra parte, en relación con el riesgo de transformación de vencimientos tan solo los fondos de renta fija tienen un riesgo moderado, con una proporción de activos a largo plazo del 46 %.

El análisis de liquidez refleja que los activos poco líquidos<sup>6</sup> se sitúan en un nivel medio en las tres vocaciones, entre el 50 % y el 60 %, habiendo aumentado en todos los casos de forma continua desde 2013<sup>7</sup>. Por otra parte, el nivel de apalancamiento *directo* (obligaciones a corto y largo plazo en relación con el patrimonio total) de los fondos analizados —que viene limitado en la legislación española que establece que las IIC mobiliarias (a excepción de la inversión libre) únicamente pueden endeudarse de forma transitoria y por motivos excepcionales— en ningún caso, ni de forma individual, superaba el 2 %. Las IIC, no obstante, también pueden apalancarse mediante el uso de derivados. La información disponible en la CNMV no apunta a la existencia de vulnerabilidades relevantes en los riesgos que puede generar esta operativa, que son esencialmente el riesgo de contraparte y el de mercado<sup>8</sup>.

#### Evolución de los riesgos en los fondos de inversión

GRÁFICO R4.3



Fuente: CNMV y Banco de España.

En los fondos de titulización, el riesgo más relevante y del que debe realizarse un seguimiento más exhaustivo es el riesgo de transformación de vencimientos (ratio entre pasivos y activos a corto plazo), cuyo indicador ha oscilado entre el 62 % y el 73 % en los últimos 9 años (70 % en 2018). Esto indica que existe un grado moderado de asimetría en los vencimientos de los pasivos en relación con los activos, aunque, en términos individuales, en un 14 % de los vehículos esta ratio superaba el 100 %.

En los establecimientos financieros de crédito, el nivel de riesgo de crédito es elevado como consecuencia de la composición de su balance (más del 90 % de sus activos son créditos concedidos), mientras que también lo es el riesgo de liquidez. En cambio, el riesgo de transformación de vencimientos se ha mantenido históricamente en niveles inferiores al 25 %. En el caso de las sociedades de valores, también se observa que al cierre de 2018 el riesgo de crédito era alto (alrededor del 90 %) después de haber ido aumentando paulatinamente desde 2012, mientras que el resto de riesgos se situaron en niveles bajos o moderados.

- 1 Véase Isprierto, A. (2019). «Intermediación financiera no bancaria en España». *Boletín de la CNMV*, Trimestre I, pp. 79-122
- 2 Véase FSB (2013). *Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*.
- 3 En la actualidad se está debatiendo también la inclusión en la IFNB de los vehículos que llevan a cabo el llamado *direct lending* (préstamos o créditos que se están concediendo a empresas, generalmente de tamaño mediano o pequeño, por parte, sobre todo, de vehículos de inversión colectiva de tipo cerrado). A finales de 2018 había un total de 31 entidades de este tipo registradas con un patrimonio agregado todavía muy reducido (cercano a los 370 millones de euros), aunque es previsible un incremento importante, sobre todo derivado de la creación de dos fondos de este tipo que están llevando a cabo sendas entidades financieras españolas de gran tamaño.
- 4 Se analizan por separado los riesgos asociados a los fondos monetarios, fondos de renta fija y fondos mixtos.
- 5 Las entidades de garantía recíproca no se incluyen, ya que su dimensión en el sector es inferior al 0,5 %.
- 6 Los activos poco líquidos son el resultado de sustraer al total de activos financieros los activos líquidos, que se ha considerado que son los depósitos, la deuda pública, las emisiones avaladas, los repos y el 50 % del valor de la cartera de renta variable.
- 7 Hay que mencionar, no obstante, que en un análisis más detallado de los activos de renta fija privada de los FI (considerados como poco líquidos), en el que se tiene en cuenta su vencimiento y la disponibilidad de cotizaciones, se pone de manifiesto que, entre ellos, tan solo alrededor de un 7 % pueden considerarse realmente ilíquidos, mientras que esta cifra llegó a alcanzar el 30 % en 2009.
- 8 En el caso del riesgo de mercado, la información de las UCITS y quasi-UCITS que utilizan la metodología del compromiso, que suponen un 98,8 % del patrimonio total del sector, revela que el nivel de exposición medio al riesgo de mercado se situaba alrededor del 26 % del patrimonio, cifra muy inferior al límite del 100 % que permite la legislación vigente.

### 3.1.4 IIC inmobiliarias

Las IIC inmobiliarias han experimentado una contracción continua e incesante tanto del patrimonio gestionado como del número de partícipes, desde los momentos en que la crisis financiera fue más aguda en España. Como consecuencia de esta evolución, este subsector tiene en la actualidad un peso ínfimo dentro de la inversión colectiva, con una gestión de poco más de 1.000 millones de euros, habiendo llegado a gestionar más de 9.500 millones a mediados del año 2007. A la propia evolución desfavorable del sector inmobiliario durante varios ejercicios se unió, hace algunos años, la aparición de las sociedades cotizadas anónimas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMI) —adaptación española a la figura de los vehículos de inversiones inmobiliarias (REIT) existentes en otros países<sup>1</sup>—, que han ido acaparando el negocio relacionado con el sector inmobiliario.

1 Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario. Las SOCIMI se caracterizan por tener un régimen fiscal específico que las exime

En 2019 no se produjeron apenas movimientos en el registro de IIC inmobiliarias de la CNMV, con tan solo una baja de una sociedad de inversión inmobiliaria (SII). De esta forma, el número de entidades a final de año era de cinco: dos fondos de inversión inmobiliaria (FII) y tres sociedades de inversión inmobiliaria (SII). Cabe mencionar, no obstante, que los dos FII que todavía permanecen operativos informaron a la CNMV en 2011 y 2015 de que estaban en proceso de liquidación.

En relación con los 2 FII existentes, a lo largo de 2019 no se ha producido ningún cambio en las principales magnitudes, por lo que continúa habiendo 483 partícipes y un patrimonio gestionado por estos vehículos de 309,4 millones de euros. La rentabilidad de estos fondos, que en 2018 —por primera vez desde que comenzó la crisis— dejó el terreno negativo (0,24 %), volvió a serlo en 2019, con un valor, eso sí, prácticamente nulo, del -0,02 % anual.

Con la baja de la SII anteriormente mencionada, que tuvo lugar en el último trimestre del año, se interrumpen dos años en los que no se habían producido movimientos en el registro de estas entidades. A causa de esta baja, el número de accionistas se redujo en 106, hasta finalizar el ejercicio con 316. El patrimonio total, en cambio, se incrementó un 2,0 %, hasta situarse en 763,5 millones de euros, debido al aumento patrimonial de una sociedad a lo largo del último trimestre del año.

### **3.1.5 IIC extranjeras comercializadas en España**

Como se puede observar en el gráfico 3.1.2, el volumen de inversión de las IIC extranjeras comercializadas en España ha experimentado un importante y continuo avance durante los últimos años, como lo demuestra, por ejemplo, el hecho de que desde mediados de 2012 hasta finales de 2017 la cifra se quintuplicase. Siguiendo esta tendencia, a lo largo del ejercicio pasado la inversión volvió a crecer de forma significativa, hasta situarse en los 178.842 millones de euros a finales de año, un 10,2 % por encima del dato de 2018.

En línea con la tendencia de los últimos años, el número de IIC extranjeras registradas en la CNMV aumentó durante 2019, con un ascenso de 9 entidades, por lo que al cierre del ejercicio había un total de 1.033 vehículos de este tipo (399 fondos y 634 sociedades). Como ya sucedió en 2018, este incremento se debió exclusivamente al elevado número de altas producidas en las sociedades de inversión, ya que el número de fondos se redujo en 30. La mayor parte de las altas correspondió a vehículos procedentes de Luxemburgo e Irlanda, con 15 y 20 más, respectivamente. Por el contrario, el número de vehículos franceses descendió con fuerza en 2019, con 41 vehículos menos que en 2018, año en el que ya habían experimentado una reducción de 29 (véase anexo estadístico II.5).

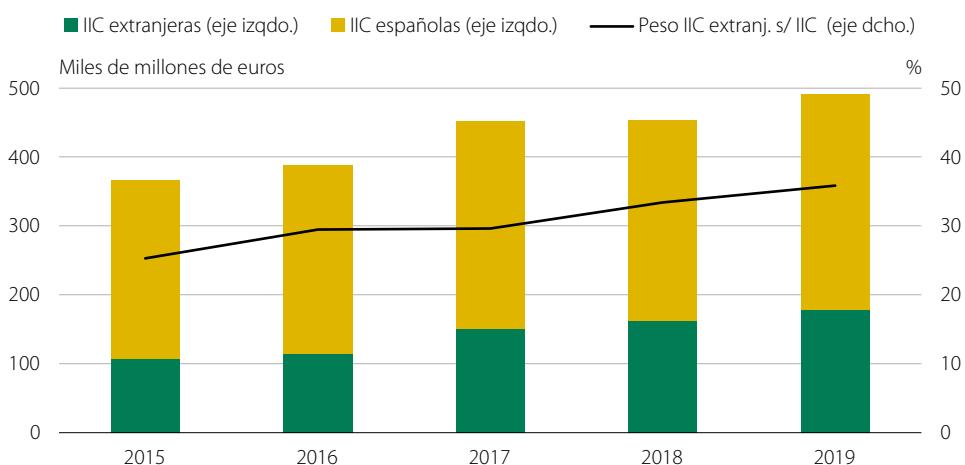
---

de pagar el impuesto de sociedades y les permite gozar de una bonificación del 95 % en el impuesto de transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados. Como contrapartida, tienen la obligación de distribuir el 80 % de los beneficios obtenidos por las rentas de los alquileres y el 50 % de los generados por la venta de activos. Su actividad se centra en el desarrollo, la rehabilitación y la explotación de inmuebles en alquiler, la tenencia de participaciones en otras SOCIMI y el desarrollo de actividades inmobiliarias accesorias. Asimismo, deben contar con un capital mínimo de 5 millones de euros y cotizar en un mercado regulado o sistema multilateral de negociación como el MAB.

## Patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España<sup>1</sup>

GRÁFICO 3.1.2

Los mercados de valores y sus agentes  
Entidades financieras y servicios de inversión



Fuente: CNMV. (1) A partir del primer trimestre de 2018 los datos de partícipes y volumen de inversión se estiman con los datos recibidos hasta el momento. Con la entrada en vigor de la Circular 2/2017, de 25 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, las entidades obligadas a la remisión de información estadística han aumentado, por lo que los datos de 2018 y 2019 podrían no ser del todo comparables con la información publicada hasta diciembre de 2017.

### 3.1.6 Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC)

A finales de 2019 había un total de 119 sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) registradas en la CNMV, 4 más que al cierre de 2018, tras haberse producido 7 altas y 3 bajas (para mayor detalle, véase anexo estadístico II.6). Esta tendencia prolonga la expansión que comenzó en 2014, aunque se observa un ritmo de avance menor. El patrimonio gestionado por estas entidades se incrementó un 7,5 %, hasta situarse ligeramente por encima de los 312.000 millones de euros, en línea con la tendencia general del sector. Este aumento fue consecuencia en gran medida del comportamiento positivo de los fondos de inversión mobiliarios nacionales, que representan el 89 % del patrimonio total gestionado, con un incremento del 8,0 %, seguido por las IIC extranjeras, con un patrimonio gestionado por sociedades gestoras españolas de alrededor de 15.600 millones de euros, un 5,4 % más que en 2018. Además, el sector continuó mostrando una elevada concentración: las 3 mayores gestoras mantenían, a finales de 2019, una cuota conjunta del 42 % del patrimonio total, un dato muy similar al del cierre de 2018.

A pesar de las cifras positivas en relación con el patrimonio gestionado por estas instituciones, sus beneficios agregados antes de impuestos se contrajeron un 13,1 % con respecto a 2018, hasta los 969,3 millones de euros. Este descenso se explica por la reducción de las comisiones netas, que representan más del 98 % del margen bruto de las SGIIC. Pese a que las comisiones satisfechas disminuyeron un 3,0 %, hasta los 1.442 millones de euros, este hecho no compensó la contracción de las comisiones percibidas, que bajaron un 6,0 % y se situaron ligeramente por debajo de los 2.000 millones de euros. Este último porcentaje, relativamente elevado, es consecuencia directa del significativo descenso de las comisiones incluidas en el epígrafe «Otras», concretamente las referidas a la gestión de carteras, que fueron las que aumentaron de forma puntual en 2018 a causa de la operativa extraordinaria de una entidad. De hecho, si se excluye esta entidad del análisis, el beneficio agregado antes de impuestos del sector habría crecido un 2,3 % y las comisiones netas, un 5,6 %.

Por otra parte, las comisiones de gestión de IIC —que son, con diferencia, las más cuantiosas, con alrededor del 82 % del total de las comisiones percibidas por las gestoras— permanecieron prácticamente estables, descendiendo tan solo un 0,4 %, hasta los 2.638 millones de euros (véase cuadro 3.1.4). Dado el aumento del patrimonio gestionado, la comisión media de gestión de IIC alcanzó un importe total equivalente al 0,85 % del patrimonio, bastante por debajo del 0,91 % de finales de 2018.

#### Cuenta de pérdidas y ganancias de las SGIIC

CUADRO 3.1.4

Importes en miles de euros

	2018	2019	Var. (%)
<b>Margen de intereses</b>	<b>1.745</b>	<b>958</b>	<b>-45,1</b>
Comisiones netas	1.702.106	1.556.633	-8,5
Comisiones percibidas	3.188.844	2.998.367	-6,0
Gestión de IIC	2.648.974	2.637.719	-0,4
Suscripción y reembolso	11.386	12.672	11,3
Otras	528.484	347.975	-34,2
Comisiones satisfechas	1.486.738	1.441.734	-3,0
Resultado de inversiones financieras netas	216	3.407	1.477,3
Rendimientos de instrumentos de capital	5.320	6.638	24,8
Diferencias de cambio netas	-270	-247	-8,5
Otros productos y cargas de explotación netas	23.210	1.908	-91,8
<b>Margen bruto</b>	<b>1.732.326</b>	<b>1.569.297</b>	<b>-9,5</b>
Gastos de explotación	584.485	577.814	-1,5
Personal	358.061	323.777	-10,0
Generales	226.424	254.037	12,0
Amortizaciones y otras dotaciones netas	20.995	15.071	-28,2
Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	9.495	-70	-
<b>Resultado neto de explotación</b>	<b>1.117.351</b>	<b>976.482</b>	<b>-12,6</b>
Otras ganancias y pérdidas	-1.926	-7.194	273,5
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>1.115.425</b>	<b>969.288</b>	<b>-13,1</b>
Impuesto sobre beneficios	-312.116	-272.760	-12,6
<b>Resultado de actividades continuadas</b>	<b>803.309</b>	<b>696.528</b>	<b>-13,3</b>
Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-
<b>Resultado neto del ejercicio</b>	<b>803.309</b>	<b>696.528</b>	<b>-13,3</b>

Fuente: CNMV.

Aunque hubo un empeoramiento de los resultados del sector, el año cerró con 21 entidades en pérdidas, 5 menos que en 2018, y el valor agregado de las pérdidas se redujo un 32,1 %, hasta los 7,8 millones de euros (véase cuadro 3.1.5).

## Resultados antes de impuestos, n.º de entidades en pérdidas e importe de las pérdidas

CUADRO 3.1.5

Importes en miles de euros

Los mercados de valores y sus agentes  
Entidades financieras y servicios de inversión

	Resultados antes de impuestos	N.º entidades en pérdidas	Importe de las pérdidas
2014	545.484	14	2.828
2015	626.446	11	3.526
2016	600.818	13	7.369
2017	754.562	19	6.630
2018	1.115.425	26	11.541
2019	969.287	21	7.839

Fuente: CNMV.

### 3.1.7 Depositarios de IIC

Después de que en 2018 se diera de baja un elevado número de depositarios que no venían ejerciendo de modo efectivo esta actividad y a los que se había dirigido la CNMV para que reconsideraran su permanencia en el registro, en 2019 no se produjeron apenas movimientos en este sentido. Concretamente, tan solo hubo 1 baja, por lo que el número de depositarios registrados en diciembre de 2019 era de 36, de los cuales 23 estaban operativos. De estos, los grupos bancarios mantienen un claro predominio en el sector, con el 95,7 % del patrimonio total de las IIC depositado en estos grupos al finalizar 2019, por encima del 94,8 % de 2018. El 4,3 % restante se repartía entre cooperativas de crédito, sociedades de valores y compañías de seguros. Del importe depositado en bancos, un 30,6 % correspondía a sucursales de entidades financieras extranjeras, en su mayoría pertenecientes a la Unión Europea. Cabe mencionar que este porcentaje es bastante más elevado que en ejercicios precedentes (10,7 % en 2018), como consecuencia del traspaso a un banco extranjero de un depositario que pertenecía a un grupo español. Este depositario era el segundo en importancia en términos de patrimonio gestionado.

## Una estimación sobre el coste y el rendimiento de las IIC españolas entre 2009 y 2019

RECUADRO 5

El pasado 19 de enero de 2019, ESMA publicó el primer informe sobre rentabilidad y costes de los productos de inversión a disposición de los inversores minoristas, en el que se realiza un análisis comparativo de la rentabilidad y la ratio de gastos soportados por las instituciones de inversión colectiva (IIC) que cumplen con la Directiva UCITS (requisitos de la Directiva 2009/65/CE) y domiciliadas en 14 jurisdicciones de la Unión Europea (UE). El análisis comparativo de ESMA no es concluyente para todos los períodos considerados ni homogéneo entre vocaciones de fondos y tiene varias limitaciones relacionadas con la cobertura de los datos, con asuntos metodológicos y con la posibilidad de que la calidad de estos no sea suficientemente elevada. Precisamente ESMA menciona el acceso a datos homogéneos y comparables como un condicionante que podría limitar la interpretación de su estudio sobre la rentabilidad y los gastos de las UCITS. En la actualidad no existe un marco europeo unificado de recopilación de datos de UCITS,

por lo que ESMA utilizó la base de datos comercial de Thomson Reuters Lipper, que publica los datos recibidos de las gestoras y que cubre el 68 % del mercado UCITS europeo para el ejercicio 2017 y el 74 % en 2018.

Tras la publicación de este informe y dada la relevancia de este tema tanto para la CNMV como para todos los potenciales partícipes de estas instituciones, desde la institución se ha abordado un análisis sobre el rendimiento y los costes de las IIC españolas<sup>1</sup> empleando los datos a disposición de la CNMV, que son de elevada calidad y que se corresponden con la totalidad de la industria de IIC, en un periodo de tiempo amplio (desde 2008 hasta 2019). Para ello se han segmentado estas instituciones en diferentes vocaciones y también se han evaluado las diferencias entre las IIC que se comercializan mayoritariamente a inversores minoristas y a inversores institucionales y también entre las IIC de las gestoras que pertenecen a un grupo bancario o, por el contrario, que pueden considerarse independientes. Además, se han realizado los cálculos de rentabilidad de manera fehaciente, con lo que se superan algunas de las limitaciones encontradas en el trabajo de ESMA.

Los resultados del análisis del rendimiento de las IIC españolas realizado por la CNMV revelan que para las instituciones de renta fija la evolución de este indicador ha estado en consonancia con las referencias del mercado durante los años del estudio, mientras que para las instituciones de renta variable su rendimiento medio ha sido superior a varios indicadores de referencia. Así, las IIC monetarias han seguido la evolución de los tipos a corto plazo de la zona del euro, marcando un máximo en 2012 con un 2,84 % y finalizando el periodo en un 0,24 % (media anual de 1,07 %). Una tendencia similar, aunque con registros más elevados, se ha observado en los fondos de renta fija, que registraron máximos en el periodo de la crisis de deuda soberana (superiores al 5 %) y, tras un rendimiento negativo en 2018, han alcanzado en el último año del estudio una rentabilidad del 2,45 % (media del 2,39 %). Por su parte, las categorías de renta variable pura mostraron rendimientos medios superiores (13,20 % en internacional y 9,50 % en euro) con una variabilidad más elevada por su propia naturaleza.

#### Rentabilidad bruta

CUADRO R5.1

%

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Monetarios	1,5	1,8	2,5	2,8	2,0	1,1	0,4	0,3	0,0	-0,2	0,2
Retorno absoluto	6,0	3,6	-0,3	5,6	4,4	3,7	1,5	1,8	2,9	-3,4	5,5
Renta fija	3,6	1,0	3,1	5,1	4,4	4,1	1,1	1,3	0,9	-0,7	2,5
Renta fija mixta	5,9	-0,3	1,1	5,7	7,0	4,9	1,7	1,6	2,5	-2,4	5,8
Renta variable mixta	13,6	2,8	-3,1	7,5	10,9	6,9	2,8	3,5	5,2	-4,6	11,0
Renta variable euro	35,3	-0,1	-9,7	13,5	30,8	5,0	5,5	4,6	13,8	-11,1	16,8
Renta variable											
internacional	42,7	17,9	-7,8	14,8	24,5	10,3	10,0	7,4	11,5	-10,2	24,1

Fuente: CNMV.

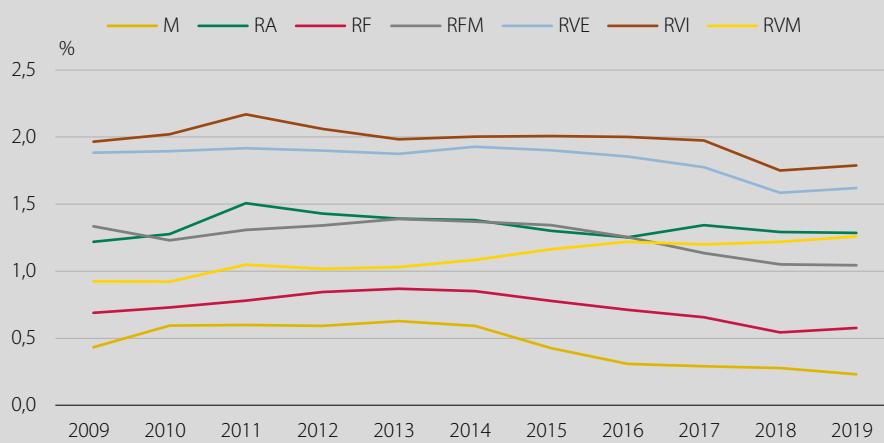
El análisis de los rendimientos netos de los fondos de carácter institucional y minorista ha mostrado resultados relativamente homogéneos durante el

periodo analizado y entre vocaciones. En general, las IIC en manos de inversores institucionales han obtenido un rendimiento mayor que las IIC en manos de minoristas en la mayoría de los periodos. Sin embargo, el rendimiento de las IIC institucionales ha sido más variable, siendo superior al de las IIC minoristas en períodos de revalorizaciones en los mercados e inferior en momentos de caídas. De media la diferencia entre ambos tipos de IIC no es muy grande y se sitúa en 0,4 p.p. (3,4 % para las institucionales y 3,0 % para las minoristas). El análisis realizado de la rentabilidad neta de las IIC por tipo de gestora revela que de media los resultados obtenidos por las gestoras independientes han sido superiores a los de las gestoras bancarias (4,3 % frente al 2,8 %), lo cual se debe mayoritariamente al mejor rendimiento en las vocaciones de renta variable o con una proporción elevada de renta variable.

Los gastos corrientes que soportan las IIC presentan una gran heterogeneidad entre vocaciones, siendo las de renta variable las que muestran los gastos más elevados. Así, en 2019 la ratio media de gastos de las vocaciones renta variable euro y renta variable internacional se situaba en el 1,62 % y el 1,79 % del patrimonio, respectivamente, mientras que en las vocaciones monetario y renta fija esta se situaba en el 0,23 % y el 0,58 % respectivamente. Además, se observa una tendencia a la baja de la ratio de gastos en el periodo de análisis en la mayoría de las vocaciones, que se explica por un cierto aumento de la competencia entre las entidades y el entorno de tipos de interés reducidos, que ha presionado significativamente a la baja las comisiones de los fondos que invierten sobre todo en deuda. Los resultados por tipo de inversor revelan que los gastos soportados por inversores institucionales (0,75 %) han sido considerablemente menores que los de los minoristas (1,19 %), de forma sistemática en todos los años y en todas las vocaciones, aunque la diferencia se ha reducido ligeramente durante el periodo de análisis. Por tipo de gestora los resultados son menos concluyentes, observándose las mayores diferencias en las vocaciones renta variable euro, internacional y retorno absoluto, en las que las IIC de gestoras independientes soportan unos costes menores que las gestoras bancarias.

Ratio de gastos media ponderada por vocación

GRÁFICO R5.1



Fuente: CNMV. M: monetario, RA: retorno absoluto, RF: renta fija, RFM: renta fija mixta, RVE: renta variable euro, RVI: renta variable internacional y RVM: renta variable mixta.

De acuerdo con los cálculos efectuados por ESMA a efectos del estudio antes mencionado, las IIC españolas presentarían, en términos generales, tanto niveles de rentabilidad como de gastos inferiores a la media europea. Sin embargo, según dicho estudio esto no ocurriría en todas las vocaciones y períodos. Sobre todo se observa en las categorías de renta fija y en los fondos mixtos, mientras que los de renta variable, además de mostrar rentabilidades inferiores, registrarían también costes más elevados. Los fondos de retorno absoluto mostrarían unos rendimientos brutos y netos superiores, con un balance poco concluyente en relación con los costes.

Frente a ello, los cálculos efectuados por la CNMV sitúan tanto el nivel de rentabilidad como de costes de las IIC españolas por debajo de las estimaciones de ESMA. En todo caso, la comparación debe tomarse con cautela tanto en la vertiente de los rendimientos como en la de los costes:

- En relación con los rendimientos la metodología empleada por ESMA es diferente a la seguida en este trabajo, puesto que la de ESMA, basada en medias anuales de datos trimestrales, suaviza las series temporales de un modo que dificulta no solo esta comparación, sino también aquellas que utilizan *benchmarks* de mercado.
- Respecto a los costes, el estudio de ESMA no distingue las jurisdicciones en las que los costes de comercialización están incluidos en la comisión de gestión de aquellas en las que son explícitos para el inversor, de manera que las primeras, entre ellas España, registran un sesgo al alza sistemático en la ratio de costes estimada.

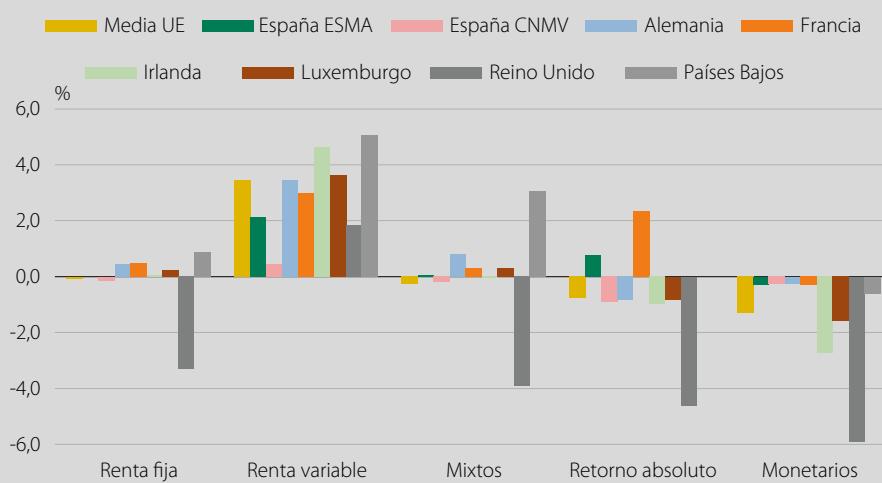
Teniendo en cuenta las anteriores consideraciones y con referencia específica a los tres últimos ejercicios disponibles en el estudio de ESMA (2016-2018):

- La rentabilidad bruta de las IIC españolas, inferior a la media europea según los cálculos de ESMA, resultaría algo menor, sobre todo en las categorías de renta variable y de retorno absoluto. Las diferencias en las vocaciones renta fija y mixta son mucho más reducidas.
- En relación con los gastos, los cálculos de la CNMV (basados en los datos que tiene a su disposición) sitúan el nivel medio de estos en las IIC españolas por debajo de la estimación de ESMA para España y también para la media de los países de la UE, con la excepción de los fondos de renta variable. Además, si se tuviera en cuenta el volumen de retrocesiones en España, que entre 2016 y 2018 representó el 57,2 % de las comisiones de gestión, y el importe resultante de aplicar este porcentaje se restara del importe que representan los costes de gestión dentro de los gastos totales (un 87,2 % de media), las IIC españolas que ya eran más competitivas (renta fija y mixtos) lo serían aún más, mientras que las IIC que parecían mostrar gastos superiores, como las de renta variable, quedarían con un nivel de gastos inferior al de la mayoría de los países, excepto los Países Bajos.
- En términos de rentabilidad neta, que es la que efectivamente percibe el participante del fondo, y para el periodo 2016-2018, se puede deducir, en

general, que las IIC españolas de renta fija, mixtas y de retorno absoluto estarían prácticamente en línea con la media de la UE, mientras que las de renta variable mostrarían un peor comportamiento (debido a su rendimiento más bajo y sus mayores costes). En las vocaciones primeramente citadas los menores rendimientos se acaban compensando con unos gastos también inferiores. Las IIC monetarias muestran, en cambio, unos rendimientos netos superiores al promedio de la UE aunque su importancia relativa en España es muy reducida (véase gráfico R5.2). En este caso, el ajuste teniendo en cuenta las retrocesiones (costes de comercialización) situaría la rentabilidad neta de las IIC españolas por encima de la media de la UE en todas las categorías, salvo en renta variable.

Rentabilidad neta<sup>1</sup> en 2016-2018

GRÁFICO R5.2



Fuente: ESMA y CNMV. (1) Los cálculos efectuados para España no detraen el importe de los gastos de comercialización.

1 Véase Cambón, M.I., Gordillo, J.A. y Pedrón, G. (2020). «Análisis de la rentabilidad y los gastos de las IIC (FI y SICAV) domiciliadas en España entre 2009 y 2019», *Boletín de la CNMV*, Trimestre I, pp. 91-152.

### 3.2 Prestación de servicios de inversión

Pueden prestar servicios de inversión diversos tipos de entidades: las entidades de crédito, las empresas de servicios de inversión (ESI) —categoría que incluye las sociedades y agencias de valores, las sociedades gestoras de cartera (SGC) y las empresas de asesoramiento financiero (EAF)— y las sociedades gestoras de IIC. Las entidades de crédito son, con notable diferencia, las principales proveedoras de servicios de inversión en nuestro país y concentran la mayor parte de los ingresos por comisiones en los distintos tipos de servicios. Por su parte, las sociedades y agencias de valores conservan un peso relativo de cierta importancia, sobre todo en las actividades de transmisión y ejecución de órdenes. Es conveniente señalar que las SGC, las EAF y las SGIIC ofrecen un catálogo de servicios financieros más limitado que las sociedades y agencias de valores.

Con independencia del tipo de entidad, si se atiende al modelo de negocio de estas entidades y a su vinculación con los bancos comerciales tradicionales, se puede

deducir que algo menos del 70 % del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión en sentido amplio<sup>2</sup> (medido a través de las comisiones percibidas) es desarrollado por bancos comerciales o por entidades que consolidan sus cuentas en ellos y que el resto corresponde a entidades o grupos cuya actividad no está relacionada mayoritariamente con la banca comercial. Entre estas últimas destacan, a la vista de la relevancia de los ingresos que perciben por esta actividad (véase epígrafe 3.2.3), algunas entidades de crédito que están especializadas en la prestación de servicios de inversión.

En esta sección se presenta con detalle la evolución de la actividad y la situación económico-financiera de las entidades cuya supervisión prudencial corresponde a la CNMV<sup>3</sup>. También se examina con cierta atención la actividad de las entidades de crédito que prestan servicios de inversión y, por lo tanto, están sometidas también a la supervisión de la CNMV en lo que respecta al cumplimiento de las normas de conducta en el mercado y en su relación con los clientes. En este último caso, la CNMV no desarrolla una actividad de supervisión integral —que incluya solvencia y normas de conducta— de las entidades, como sí sucede con las empresas de servicios de inversión (ESI) o las SGIIC (véase epígrafe 3.2.1).

La actividad de las sociedades y agencias de valores en 2019 disminuyó en comparación con la de ejercicios anteriores. Los resultados de ambos tipos de entidades siguieron marcados por el cambio de modelo de negocio que, de forma paulatina, están experimentando, en especial las sociedades de valores. Tradicionalmente, las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes representaban la principal fuente de ingresos para las agencias y las sociedades de valores. Sin embargo, se observa un desplazamiento de la actividad de las sociedades de valores pertenecientes a entidades de crédito hacia sus matrices y un traslado de una parte de la negociación de valores admitidos a cotización en las bolsas españolas hacia plataformas de negociación radicadas en otros países europeos (véase sección 2.1), que han motivado que el peso de esta partida haya sido menor en los últimos ejercicios. Es importante destacar que esta tendencia general tuvo una excepción destacada, que correspondió a una sociedad de valores que pertenece a una entidad de crédito extranjera. Esta sociedad, como consecuencia del *brexit*, aumentó notablemente su actividad en España, siendo la tramitación y ejecución de órdenes el principal servicio de inversión que presta. Este hecho provocó que los ingresos por tramitación y ejecución de órdenes del subsector de las sociedades de valores aumentaran ligeramente con respecto al año anterior.

El cambio respecto al modelo de negocio del resto de las sociedades se vio reflejado en el aumento de los ingresos en las partidas de asesoramiento en materia de inversión y de gestión de carteras en 2019, sobre todo en la primera de forma significativa. En ambos casos el incremento de los ingresos podría estar relacionado con la puesta en marcha de MiFID II.

Por su parte, las agencias de valores también experimentaron una disminución de sus ingresos, aunque de forma más moderada que las sociedades. En contraposición con las sociedades, las agencias vieron disminuidos sus ingresos este ejercicio principalmente por la caída de las comisiones por asesoramiento en materia de inversión.

---

2 Incluida la actividad de gestión de IIC.

3 La CNMV supervisa a las sociedades y agencias de valores, a las SGC y a las EAF tanto en la vertiente prudencial como en el cumplimiento de las normas de conducta. En el caso de las entidades de crédito, solo supervisa esta segunda vertiente en relación con la prestación de servicios de inversión.

El descenso de los ingresos de las sociedades y agencias de valores se tradujo en un menor margen bruto agregado del sector en comparación con el del año anterior. Sin embargo, esta caída de la actividad no se vio reflejada en una disminución de los gastos de explotación, que se mantuvieron estables. Esto hizo que, en el cómputo total, los resultados antes de impuestos del sector se vieran reducidos con respecto a los registrados en 2018: un 35,2 % menos en conjunto (37,4 % para las sociedades de valores y 16,7 % para las agencias).

Un número elevado de entidades (32 de 95) cerraron el ejercicio con pérdidas (13 sociedades de valores y 19 agencias). El importe agregado de las pérdidas aumentó con respecto al año anterior un 3,8 %. En el caso de las sociedades de valores, 2 sociedades que pertenecen a entidades de crédito extranjeras acumularon una parte importante de las pérdidas. Si se excluyen estas 2 sociedades, las pérdidas del resto de las entidades habrían descendido un 47,5 %, al pasar de 24,7 millones en 2018 a 13,0 millones en 2019.

La existencia de una cantidad relevante de entidades en pérdidas es el reflejo de un proceso de ajuste notable en el sector, que se deriva del desplazamiento de parte del negocio a las entidades de crédito y del proceso de reorientación del negocio desde los servicios de inversión tradicionales hacia otros que, al menos por el momento, no son igual de rentables. La repercusión en el sector de la crisis del COVID-19 que comenzó en el primer trimestre de 2020 es difícil de predecir, pues dependerá de forma crucial de su duración e impacto en la economía y en los mercados financieros. Sin embargo, sí parece que podría causar nuevas pérdidas para las entidades y probablemente hará que el ajuste que el sector vive desde la crisis financiera se prolongue más en el tiempo.

En cualquier caso, el sector siguió gozando de un amplio margen de cobertura en relación con los recursos propios exigidos por la normativa, si bien para un número importante de estas entidades la holgura real que proporciona el exceso de recursos propios sobre los exigibles es reducida, al tratarse de importes poco significativos en términos absolutos.

En cuanto a las EAF, tanto el volumen total de patrimonio asesorado como los resultados de estas entidades disminuyeron de forma apreciable. Hay que destacar que el peso de los clientes minoristas aumentó por tercer ejercicio consecutivo.

Con respecto a las SGC, al cierre de 2019 una sola entidad estaba registrada en la CNMV, la misma que al finalizar 2018. Esto no quiere decir que en los últimos años no se hayan creado entidades cuyo principal modelo de negocio sea la gestión de carteras de clientes, sino que estas han preferido ejercer su actividad como agencias de valores. Los requisitos para constituir una SGC o una agencia de valores con un programa de actividades parecido no son muy diferentes, lo que favorece la creación de agencias por su flexibilidad a la hora de decidir prestar progresivamente otros servicios de inversión.

### 3.2.1 Entidades de crédito

El número de entidades de crédito nacionales (bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito) registradas en la CNMV para la prestación de servicios de inversión

ascendía a 112 a finales de 2019, 2 menos que en 2018<sup>4</sup>. Se puede considerar que este ligero descenso sigue guardando relación con el efecto de consolidación derivado del proceso de reorganización del sector bancario a raíz de la crisis financiera. En cuanto a las entidades de crédito extranjeras en disposición de prestar servicios de inversión en España, su número total al cierre del ejercicio se situaba en 476, 15 más que el año anterior. De ellas, 419 entidades operaban en régimen de libre prestación de servicios y 57 a través de sucursales. Casi todas estas entidades procedían de otros Estados miembros de la Unión Europea (469 entidades, véase anexo estadístico II.12).

El cuadro 3.2.1 muestra los ingresos de las entidades de crédito procedentes de la prestación de servicios de valores y de la comercialización de fondos de inversión y otros productos financieros no bancarios<sup>5</sup>. Como se observa en el cuadro, el importe agregado de las comisiones percibidas por la prestación de servicios de valores y comercialización de IIC se redujo un 1,1 % en 2019, hasta situarse en 4.297 millones de euros.

La prestación de servicios de inversión supuso unas comisiones de 1.823 millones de euros para las entidades de crédito, un 6,1 % más que en 2018. Sin embargo, el comportamiento de los ingresos por los diferentes servicios de inversión fue desigual. En particular, aumentaron de forma notable las comisiones por colocación y aseguramiento de valores (36,0 %) y por gestión discrecional de carteras (15,7 %). En cambio, disminuyeron los ingresos por la tramitación y ejecución de órdenes y por asesoramiento en materia de inversión, un 5,2 % y un 2,0 % respectivamente. El descenso observado en los ingresos por tramitación y ejecución de órdenes podría estar relacionado con el hecho de que una parte relevante de la negociación sobre valores españoles tiene lugar en mercados extranjeros. Por su parte, los ingresos vinculados a la actividad de asesoramiento en materia de inversión, que habían registrado un impulso significativo en 2018 como consecuencia de la puesta en práctica de la regulación MiFID II, tendió a normalizarse en 2019<sup>6</sup>.

En cuanto a las comisiones por servicios auxiliares relacionados con la prestación de servicios de inversión, las entidades de crédito percibieron 889 millones de euros, lo que representa un descenso del 6,6 % con respecto a 2018. En este caso, las comisiones de los diferentes servicios auxiliares sufrieron un retroceso en comparación con los importes del ejercicio anterior, salvo para la partida de otros servicios auxiliares.

- 
- 4 Cabe señalar que en 2019, de las 112 entidades de crédito registradas, se pueden considerar que 101 están activas en la prestación de servicios de inversión.
  - 5 Es importante señalar que en 2017 se produjo una modificación contable que afectó a los estados de carácter reservado que las entidades de crédito remiten al Banco de España. Se debieron adaptar a los criterios de elaboración, terminología, definiciones y formatos de los estados FINREP (*FINancial REPorting*) de la Unión Europea. El reglamento europeo para la elaboración de la información financiera supervisora se conoce como FINREP (Reglamento de Ejecución (UE) n.º 680/2014 de la Comisión, de 16 de abril, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en relación con la comunicación de información con fines de supervisión por parte de las entidades, de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013). Este cambio contable hace que la comparación de los datos del año 2016 con los de 2017, 2018 y 2019 se realice sobre una base no homogénea. En concreto, los datos del cuadro 3.2.1 que se ven afectados por el cambio contable son los relacionados con el total de ingresos por comisiones, así como los ingresos por comisiones no bancarias relacionadas con: seguros, fondos de pensiones y «otros».
  - 6 De hecho, habrían experimentado un ligero aumento si se corrigiera una clasificación de ingresos incorrecta que se produjo en 2018 por parte de una entidad.

## Ingresos de las entidades de crédito<sup>1</sup> por la prestación de servicios en valores y comercialización de productos financieros no bancarios

CUADRO 3.2.1

Importes en millones de euros

	2016	2017	2018	2019	% s/total comisiones EE. CC. <sup>1</sup>
<b>Por servicios de inversión</b>	<b>1.219</b>	<b>1.506</b>	<b>1.506</b>	<b>1.578</b>	<b>7,9</b>
Colocación y aseguramiento de valores	189	249	195	269	1,4
Tramitación y ejecución de órdenes	394	420	367	334	1,7
Gestión discrecional de carteras	261	353	378	439	2,2
Asesoramiento en materia de inversión	448	484	566	536	2,7
<b>Por servicios auxiliares</b>	<b>644</b>	<b>703</b>	<b>771</b>	<b>722</b>	<b>3,6</b>
Administración y custodia	543	563	584	561	2,8
Elaboración de informes y análisis financieros	73	102	116	91	0,5
Otros servicios auxiliares	28	36	71	70	0,4
<b>Por comercialización de productos financieros no bancarios</b>	<b>3.521</b>	<b>3.584</b>	<b>4.124</b>	<b>4.411</b>	<b>22,1</b>
Instituciones de inversión colectiva	1.547	1.741	1.619	1.512	7,6
Fondos de pensiones	520	498	946	758 <sup>2</sup>	3,8
Seguros	1.446	1.330	1.507	2.082 <sup>2</sup>	10,4
Otros	8	15	51	59 <sup>2</sup>	0,3
<b>Total</b>	<b>5.457</b>	<b>5.793</b>	<b>6.401</b>	<b>6.712<sup>1</sup></b>	<b>33,7</b>
<b>Pro memoria:</b>					
Por servicios de valores y comercialización de IIC	3.410	3.950	3.896	3.813	19,1
<b>Ingresos totales por comisiones</b>	<b>13.486</b>	<b>14.295</b>	<b>14.928</b>	<b>19.927<sup>1</sup></b>	<b>100,0</b>

Fuente: CNMV y Banco de España. En 2017 se modificaron los estados de carácter reservado que las entidades de crédito remiten al Banco de España, debido a la adaptación a los criterios de elaboración, terminología, definiciones y formatos de los estados FINREP de la Unión Europea. (1) Incluye sucursales de entidades de crédito comunitarias. (2) Datos estimados para el ejercicio 2019.

Por su parte, los ingresos percibidos por la comercialización de productos no bancarios disminuyeron un 3,0 %, observándose un avance en los derivados de la comercialización de fondos de pensiones y disminuciones en los percibidos por la comercialización de IIC y de seguros. El peso conjunto de los ingresos por prestación de servicios sobre valores y por comercialización de IIC en el total de las comisiones percibidas por estas entidades se redujo desde el 29,1 % en 2018 hasta el 28,3 % en 2019. Este descenso se debe, en parte, al aumento de las comisiones bancarias. Cabe señalar, como en los últimos años, que la presión del entorno de bajos tipos de interés ha tenido como consecuencia un cambio de modelo de negocio para las entidades de crédito. Con él tratan de compensar, en la medida de lo posible, el descenso de sus ingresos tradicionales derivados del margen de intermediación con avances en las comisiones por servicios bancarios.

La comparación entre las comisiones percibidas por las entidades de crédito y por las ESI pone de manifiesto el peso preponderante de las primeras en la prestación de servicios de inversión. Como se puede comprobar en el cuadro 3.2.2, la prestación de este tipo de servicios la realizan en su mayoría las entidades de crédito. Ello se debe, en gran medida, al hecho de que una buena parte de las ESI (sociedades y agencias de valores) cuyo accionista principal o único era una entidad de crédito han

Los mercados de valores y sus agentes  
Entidades financieras y servicios de inversión

desaparecido, para asumir las propias entidades de crédito la actividad antes realizada por ellas. Las entidades de crédito incluso superan con amplia holgura a las sociedades y agencias de valores en los servicios de tramitación y ejecución de órdenes de compraventa de valores, segmento en el que las ESI mostraron durante muchos años una participación mayoritaria en las comisiones. Desde 2013 esta tendencia cambió y en los últimos años las entidades de crédito han ganado de forma progresiva cuota de mercado en este segmento, hasta alcanzar más del 70 % del mismo.

En cuanto a los servicios auxiliares relacionados con los servicios de inversión, aunque las entidades de crédito tienen más peso que las ESI, su relevancia es menor que en los servicios de inversión. Hay que destacar que en la partida de otras actividades auxiliares, las ESI disfrutaron de unos ingresos que supusieron una cifra cercana al 40 % de ese mercado.

### Comisiones percibidas por servicios de inversión. 2019

CUADRO 3.2.2

Importes en millones de euros

	Sociedades y agencias de valores <sup>1</sup>	Entidades de crédito (EE. CC. <sup>2</sup> )	Total	% EE. CC./total
<b>Total servicios de inversión</b>	<b>381</b>	<b>3.408</b>	<b>3.789</b>	<b>89,9</b>
Colocación y aseguramiento de valores	9	294	303	96,9
Tramitación y ejecución de órdenes	187	478	665	71,8
Gestión de carteras	30	474	504	94,1
Asesoramiento en materia de inversión	37	576	614	93,9
Comercialización de IIC	116	1.585	1.702	93,2
<b>Total servicios auxiliares</b>	<b>197</b>	<b>889</b>	<b>1.086</b>	<b>81,8</b>
Administración y custodia	43	643	686	93,7
Otros servicios auxiliares	154	246	400	61,5

Fuente: CNMV y Banco de España. (1) Incluye sociedades gestoras de cartera. (2) Incluye sucursales de entidades de crédito comunitarias.

### 3.2.2 Empresas de servicios de inversión<sup>7</sup>

#### 3.2.2.1 Sociedades y agencias de valores

##### *Autorización y registro*

A finales de 2019 estaban registradas en la CNMV un total de 95 sociedades y agencias de valores, 4 más que a finales de 2018. Desde este punto de vista, este aumento podría tomarse como un signo positivo para el sector, tras el importante y largo proceso de ajuste que comenzó con la crisis financiera. Aunque los grupos bancarios continúan con los procesos de integración de sus agencias y sociedades de valores en el banco matriz, el número de altas de entidades independientes compensó con creces las bajas. Este hecho pone de manifiesto cómo el sector se está transformando

7 De acuerdo con el artículo 143 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, son empresas de servicios de inversión las sociedades de valores, las agencias de valores, las sociedades gestoras de cartera y las empresas de asesoramiento financiero.

hacia una mayor presencia de entidades independientes que prestan servicios relacionados con el asesoramiento en materia de inversión y la gestión discrecional de carteras. Sin embargo, es conveniente señalar que el previsible impacto negativo que causará el COVID-19 podría volver a situarlo en un nuevo proceso de ajuste.

Como se puede apreciar en el cuadro 3.2.3, en 2019 se produjeron ocho altas y cuatro bajas. De las primeras, siete correspondieron a agencias de valores independientes y la restante es una sociedad de valores que se ha constituido para la gestión de un sistema multilateral de negociación especializado en deuda soberana europea y derivados (véase sección 2.2). Respecto a las bajas, una de las registradas correspondió a una sociedad de valores que se integró en su matriz bancaria y otra, a una agencia de valores que se integró en el grupo asegurador al que pertenece. Las otras dos entidades que causaron baja fueron dos agencias de valores, una de ellas independiente, mientras que la otra se transformó en una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva (véase anexo estadístico II.8).

Por su parte, durante 2019 se produjeron cuatro cambios de control entre las agencias y sociedades de valores (véase anexo estadístico II.9). Dos afectaron a sociedades de valores y las otras dos, a agencias de valores. Las sociedades fueron adquiridas por una sociedad gestora de IIC y una sociedad vinculada a un fondo de capital riesgo. En cuanto a las agencias, una fue adquirida por una empresa aseguradora y la restante se mantuvo como independiente. Respecto al número de representantes utilizados por las ESI: este disminuyó de 2.441 a finales del ejercicio 2018 a 2.305 a finales del ejercicio 2019.

Como es habitual, la mayoría de las sociedades y agencias de valores que utilizan el pasaporte comunitario para operar en otros países de la Unión Europea lo hacen bajo la modalidad de libre prestación de servicios. En concreto, a finales de 2019, 50 entidades se encontraban bajo este régimen (1 más que el año anterior, véase anexo estadístico II.10) y 6 entidades españolas mantenían sucursales en otros países, 1 menos respecto al cierre de 2018. La lista de países en los que las entidades operaban bajo el régimen de sucursal se mantuvo sin cambios salvo en el caso de Portugal, país en el que se cerró la única sucursal que existía de una ESI española.

#### Altas y bajas en el registro de entidades

CUADRO 3.2.3

Tipo de entidad	Entidades a 31/12/18	Altas	Bajas	Entidades a 31/12/19
<b>Entidades nacionales</b>	<b>91</b>	<b>8</b>	<b>4</b>	<b>95</b>
Sociedades de valores	39	1	1	39
Agencias de valores	52	7	3	56
<b>Entidades extranjeras</b>	<b>2.955</b>	<b>213</b>	<b>83</b>	<b>3.085</b>
Con sucursal	61	20	16	65
En libre prestación de servicios	2.894	193	87	3.020
<b>Pro memoria:</b>				
Representantes	2.441	214	350	2.305

Fuente: CNMV.

Como se indica en el cuadro 3.2.3, en 2019 un total de 213 entidades autorizadas en otros Estados miembros comunicaron a la CNMV su intención de comenzar a prestar servicios de inversión en España. Por su parte, el número de comunicaciones por abandono de esa actividad fue de 83. La mayoría de estas comunicaciones,

**Los mercados de valores y sus agentes**  
**Entidades financieras y servicios de inversión**

tanto de altas como de bajas, correspondió a entidades acogidas al régimen de libre prestación de servicios, cuyo número aumentó hasta 3.020, por encima de las 2.894 de 2018. La mayor parte de estas entidades estaban autorizadas en el Reino Unido, seguidas a gran distancia por las autorizadas en Chipre, Holanda y Alemania. A su vez, el número de entidades extranjeras con sucursal pasó de 61 a 65, de las que algo más de la mitad estaban radicadas en el Reino Unido (véase anexo estadístico II.7).

En relación con las entidades autorizadas en otros Estados miembros que operan en España bajo la modalidad de libre prestación de servicios, aunque la CNMV (como autoridad del Estado miembro de acogida) no recibe información sobre la actividad que desarrollan, es probable que muchas de ellas no sean entidades activas (situación a la que suele hacerse referencia como *just in case notifications*).

La necesidad de asegurar unos niveles mínimos de supervisión sobre estas entidades que operan transfronterizamente en régimen de libre prestación de servicios ha generado un debate en ESMA relacionado con la posibilidad de que la autoridad de acogida cuente con una mínima información sobre la actividad desarrollada en su territorio y con el establecimiento de fórmulas de cooperación entre las autoridades de origen y de acogida. La CNMV está participando de modo especialmente activo en este debate.

### ***Resultados***

Las sociedades y agencias de valores obtuvieron en 2019 un resultado conjunto antes de impuestos de 75,4 millones de euros, lo que supuso un descenso del 35,2 % con respecto al año anterior. La caída fue más acusada para las sociedades de valores (37,4 %) que para las agencias de valores (16,7 %).

Este descenso en el sector se debió a la caída en los resultados de 4 sociedades de valores de gran tamaño que en total obtuvieron 43,1 millones de euros menos que en el ejercicio 2018. Por su parte, la evolución del resto de las entidades fue favorable, una vez descontadas las cifras de las sociedades de valores citadas, sus beneficios antes de impuestos aumentaron un 21,2 %, desde los 43,2 millones registrados en 2018 hasta los 52,4 millones de 2019.

En total 32 entidades cerraron 2019 con pérdidas, 7 menos que en 2018. Sin embargo, en cuanto al volumen agregado de las pérdidas, estas fueron ligeramente superiores tanto para las sociedades como para las agencias de valores. En las primeras, las pérdidas aumentaron un 3,9 %, mientras que para las agencias el aumento fue del 3,7 % (véanse los cuadros 3.2.5 y 3.2.7). En el caso de las sociedades, las pérdidas de 2 sociedades de entidades de crédito extranjeras explican gran parte del total de las pérdidas experimentadas por ese subsector.

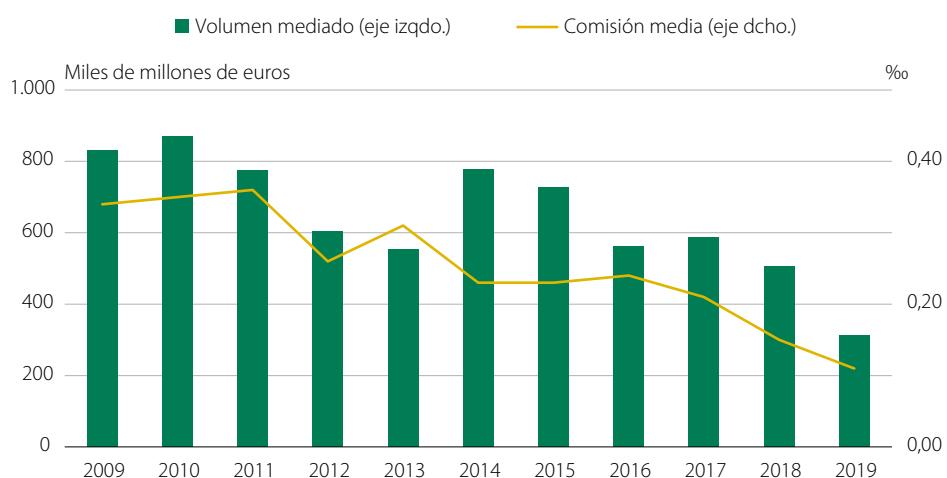
Como se aprecia en el cuadro 3.2.4, el total del subsector de las sociedades de valores experimentó una reducción de sus ingresos con respecto al año anterior. A ello contribuyeron todas las partidas salvo las de resultado de inversiones financieras y la de otros productos y cargas de explotación. En particular, fue notable el descenso de los ingresos por margen de intereses (-48,5 %). Por su parte, la caída de los ingresos por comisiones netas fue del 5,5 %, si bien la evolución de las diferentes partidas fue dispar.

Dentro de los ingresos por prestación de servicios a terceros, las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes continuaron siendo las más importantes. Los ingresos de esta partida aumentaron un 2,7 % con respecto al año anterior. Este ligero incremento se debió a la contribución de una sociedad perteneciente a una entidad de crédito extranjera. Como consecuencia del *brexit*, esta sociedad trasladó a España parte de su actividad, que consiste principalmente en la tramitación y ejecución de órdenes de clientes.

Para las ESI, este tipo de comisiones (por tramitación y ejecución de órdenes) procedían tradicionalmente de la mediación en los mercados de renta variable nacional. Sin embargo, en los últimos años esta intermediación ha ido perdiendo importancia con respecto a la experimentada en otros mercados como los mercados internacionales de renta variable y los derivados. En concreto, las comisiones por la mediación en los mercados de renta variable nacional pasaron de suponer el 47,5 % de las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes de las sociedades de valores en 2018 al 21,2 % en 2019. Esto se debe tanto al descenso de los volúmenes mediados en estos mercados como a la disminución de la comisión media en concepto de corretaje (véase gráfico 3.2.1).

**Sociedades de valores miembros de bolsa: Volumen mediado y comisión efectiva media en renta variable en bolsas reguladas españolas**

GRÁFICO 3.2.1



Fuente: CNMV.

En cuanto al resto de comisiones, resulta significativo el descenso de las percibidas por colocación y aseguramiento de valores (-20,2 %) y el incremento de las provenientes del asesoramiento en materia de inversión (114,7 %). En el caso de estas últimas podría estar vinculado al proceso de adaptación del mercado a la regulación MiFID II. En cuanto a las comisiones satisfechas, cabe destacar el hecho de que aumentaron de forma destacada —un 25,0 % con respecto al año anterior— y supusieron el 34,6 % de las comisiones percibidas, 6,0 p.p. más que en 2018.

Por su parte, los gastos de explotación de las sociedades de valores se mantuvieron prácticamente estables, si bien las dos subpartidas que los componen se comportaron de forma dispar. Los gastos de personal aumentaron un 10,3 %, mientras que los gastos generales descendieron un 16,1 %. Los gastos por amortizaciones y otras dotaciones se redujeron de forma considerable (-71,0 %). En este ejercicio el descenso del margen bruto se tradujo en un retroceso del resultado de explotación (-34,8 %),

que pasó de 85,8 millones de euros en 2018 a 56,0 millones en 2019. El resultado antes de impuestos cayó un 37,4 % y se situó en 65,0 millones de euros debido a la existencia de «otras ganancias» por valor de 9 millones de euros.

La evolución de la cuenta de resultados agregada en los últimos años pone de manifiesto el proceso de cambio experimentado por el modelo de negocio de la mayoría de las sociedades de valores. Su principal negocio tradicional, la intermediación en los mercados de valores, tiende a tener cada vez menos peso, mientras que las actividades de comercialización y de gestión y asesoramiento a terceros son ganan importancia en su cuenta de resultados. Como se ha comentado anteriormente, en esta tendencia general existe una excepción: una sociedad de valores de una entidad de crédito extranjera que trasladó una parte importante de su negocio de intermediación a España. Su actividad supuso el 37,2 % del total de los ingresos de las sociedades de valores por el servicio de tramitación y ejecución de órdenes de clientes.

También hay que destacar que, como puede observarse en el cuadro 3.2.4, la actividad de negociación por cuenta propia (*proprietary trading*) —importante para las ESI en algunos países de nuestro entorno— es relativamente baja en nuestro país para las sociedades de valores.

Como ha venido sucediendo en los últimos años, un reducido número de sociedades generó la mayor parte de los beneficios de este subsector. En concreto, 4 sociedades de valores acumularon el 75,7 % sobre el total de los resultados de las sociedades con beneficios (y el 110,6 % del resultado agregado<sup>8</sup>), lo que indica una mayor concentración que en años precedentes. Esto se debe, por una parte, a que el subsector de las sociedades de valores es cada vez más pequeño y por otra a que, en cualquier caso, las sociedades más grandes van ganando tamaño relativo.

El análisis por entidades revela que 13 sociedades de valores obtuvieron resultados negativos antes de impuestos, 5 menos que al cierre de 2018 (véase cuadro 3.2.5). De ellas, 7 ya habían registrado pérdidas en el ejercicio 2018. De estas 13 sociedades, 10 son entidades independientes y 3 pertenecen a un grupo financiero. El importe acumulado de las pérdidas aumentó un 3,9 % con respecto a las registradas en 2018, al pasar de 28,8 millones de euros en ese año a 29,9 millones de euros en 2019. Sin embargo, si excluimos las pérdidas de las 2 sociedades de valores que pertenecen a entidades de crédito extranjeras, las pérdidas registradas por el resto de entidades descendieron en un 47,5 %. Pasaron de 24,7 millones de euros en 2018 a 13,0 millones en 2019.

---

8 El hecho de que dos sociedades de valores que pertenecen a entidades de crédito internacionales tuvieran unas pérdidas significativas hizo que los resultados agregados del conjunto de sociedades fueran inferiores a la suma de los resultados de las cuatro sociedades con más beneficios.

## Cuenta de pérdidas y ganancias de las sociedades de valores<sup>1</sup>

CUADRO 3.2.4

Importes en miles de euros

	2018	2019	% var. 19/18
<b>Margen financiero</b>	<b>73.969</b>	<b>38.125</b>	<b>-48,5</b>
<b>Comisiones netas</b>	<b>296.037</b>	<b>279.650</b>	<b>-5,5</b>
Comisiones percibidas	414.595	427.813	3,2
Tramitación y ejecución de órdenes	160.320	164.606	2,7
Colocación y aseguramiento de emisiones	11.090	8.849	-20,2
Depósito y anotación de valores	42.958	42.643	-0,7
Comercialización de IIC	55.483	53.506	-3,6
Gestión de carteras	13.505	15.102	11,8
Asesoramiento en materia de inversión	9.562	23.400	144,7
Otras	121.677	119.707	-1,6
Comisiones satisfechas	118.558	148.163	25,0
<b>Resultado de inversiones financieras</b>	<b>27.088</b>	<b>29.452</b>	<b>8,7</b>
Diferencias de cambio netas	283	117	-58,7
Otros productos y cargas de explotación	16.331	28.949	77,3
<b>Margen bruto</b>	<b>413.708</b>	<b>376.293</b>	<b>-9,0</b>
Gastos de explotación	315.951	316.406	0,1
Personal	194.594	214.600	10,3
Generales	121.357	101.806	-16,1
Amortizaciones y otras dotaciones	11.267	3.265	-71,0
Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	653	644	-1,4
<b>Resultado neto de explotación</b>	<b>85.837</b>	<b>55.978</b>	<b>-34,8</b>
Otras ganancias y pérdidas	18.016	9.033	-49,9
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>103.853</b>	<b>65.011</b>	<b>-37,4</b>
Impuesto sobre beneficios	12.082	10.483	-13,2
<b>Resultado de actividades continuadas</b>	<b>91.771</b>	<b>54.528</b>	<b>-40,6</b>
<b>Resultado de actividades interrumpidas</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-</b>
<b>Resultado neto del ejercicio</b>	<b>91.771</b>	<b>54.528</b>	<b>-40,6</b>

Fuente: CNMV. (1) Incluye la información de todas las entidades que estuvieron dadas de alta en los registros de la CNMV en cualquier momento del ejercicio, no solo al finalizar este.

## Resultados antes de impuestos, n.º de sociedades de valores en pérdidas e importe de las pérdidas antes de impuestos

CUADRO 3.2.5

Importes en miles de euros

	Resultados antes de impuestos (total <sup>1</sup> )	N.º de entidades en pérdidas	Importe de las pérdidas antes de impuestos
<b>Sociedades de valores</b>			
2016	181.194	7	-8.957
2017	158.561	7	-14.701
2018	103.853	18	-28.789
2019	65.011	13	-29.901

Fuente: CNMV. (1) Incluye los resultados de todas las entidades que estuvieron dadas de alta en los registros de la CNMV en cualquier momento del ejercicio, no solo al finalizar este.

**Los mercados de valores y sus agentes**  
**Entidades financieras y servicios de inversión**

Todas las agencias de valores, por su parte, obtienen ingresos mayoritariamente de la prestación de servicios a terceros porque no pueden realizar actividades de inversión por cuenta propia. Una parte de las agencias obtiene el grueso de sus ingresos de la tramitación y ejecución de órdenes, pero la mayoría de ellas ha tendido a especializarse en determinados servicios como la comercialización de IIC o la gestión de carteras. Las entidades independientes predominan en este subsector: 50 agencias de un total de 56 lo son. En el caso de las sociedades de valores, el número que está controlado por un grupo financiero se eleva a 12 y, por tanto, son 27 las sociedades de valores que se pueden considerar como independientes.

El resultado agregado antes de impuestos de las agencias de valores descendió un 16,7 % en 2019, hasta situarse en 10,4 millones de euros. El deterioro de los resultados se debió a unos menores ingresos, fundamentalmente por comisiones percibidas, y a unos costes que se mantuvieron prácticamente estables.

Así, en términos netos las comisiones experimentaron un descenso del 4,0 % con respecto al año anterior. En términos brutos (comisiones percibidas), destacaron por su avance la partida de ingresos por tramitación y ejecución de órdenes, con un crecimiento del 15,9 %, y de las comisiones catalogadas como «otras», que aumentaron un 15,3 %. Por el contrario, se registró un importante descenso en los ingresos por asesoramiento en materia de inversión (-44,9 %), si bien es cierto que esta partida había experimentado un incremento significativo durante 2018 (122,3 % con respecto a 2017). El resto de las comisiones no mostraron grandes variaciones: las comisiones de comercialización de IIC descendieron un 1,5 % y las de gestión de carteras lo hicieron un 3,4 %.

La disminución de los ingresos por comisiones de las agencias de valores tuvo su reflejo en un pequeño descenso de las comisiones satisfechas a terceros (-1,4 %). Como consecuencia del comportamiento de los ingresos por comisiones, el margen bruto agregado presentó un retroceso del 2,5 %, hasta situarse en 133,6 millones de euros.

Por su parte, los gastos de explotación apenas experimentaron variación con respecto a 2018 (-0,7 %). Dentro de estos gastos, los de personal descendieron un 3,9 % y los gastos generales aumentaron un 6,1 %. La conjunción de unos menores ingresos y unos gastos de explotación que se mantuvieron estables hizo que el resultado neto de explotación fuera de 9,3 millones de euros, lo que supone un 22,8 % menos que en 2018.

El descenso de los resultados antes de impuestos afectó de forma muy desigual a las agencias de valores. En particular, 24 de las que estaban registradas a finales tanto de 2018 como de 2019 obtuvieron unos resultados mejores. Con respecto al resto, los menores resultados agregados se vieron reflejados en un leve incremento de las pérdidas acumuladas, que fue de casi 0,4 millones de euros, al pasar de 10,9 millones en 2018 a 11,3 millones en 2019. Sin embargo, el número de entidades en pérdidas descendió de 21 a 19. Es importante señalar que 11 de las 19 agencias en pérdidas al cierre del ejercicio ya habían sufrido pérdidas el año anterior (véase cuadro 3.2.7).

## Cuenta de pérdidas y ganancias de las agencias de valores<sup>1</sup>

CUADRO 3.2.6

Importes en miles de euros

	2018	2019	% var. 19/18
<b>Margen financiero</b>	1.583	1.252	-20,9
<b>Comisiones netas</b>	<b>135.782</b>	<b>130.293</b>	<b>-4,0</b>
Comisiones percibidas	156.624	150.842	-3,7
Tramitación y ejecución de órdenes	20.018	23.194	15,9
Colocación y aseguramiento de emisiones	1.120	580	-48,2
Depósito y anotación de valores	824	879	6,7
Comercialización de IIC	63.821	62.866	-1,5
Gestión de carteras	15.412	14.890	-3,4
Asesoramiento en materia de inversión	25.725	14.183	-44,9
Otras	29.704	34.250	15,3
Comisiones satisfechas	20.842	20.549	-1,4
<b>Resultado de inversiones financieras</b>	<b>-51</b>	<b>910</b>	<b>-</b>
Diferencias de cambio netas	85	75	-11,8
Otros productos y cargas de explotación	-364	1.119	-
<b>Margen bruto</b>	<b>137.035</b>	<b>133.648</b>	<b>-2,5</b>
Gastos de explotación	121.611	120.787	-0,7
Personal	82.237	79.015	-3,9
Generales	39.374	41.772	6,1
Amortizaciones y otras dotaciones	3.381	3.542	4,8
Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	12	35	191,7
<b>Resultado neto de explotación</b>	<b>12.031</b>	<b>9.284</b>	<b>-22,8</b>
Otras ganancias y pérdidas	501	1.159	131,3
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>12.532</b>	<b>10.443</b>	<b>-16,7</b>
Impuesto sobre beneficios	5.073	4.280	-15,6
<b>Resultado de actividades continuadas</b>	<b>7.459</b>	<b>6.163</b>	<b>-17,4</b>
<b>Resultado de actividades interrumpidas</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-</b>
<b>Resultado neto del ejercicio</b>	<b>7.459</b>	<b>6.163</b>	<b>-17,4</b>

Fuente: CNMV. (1) Incluye la información de todas las entidades que estuvieron dadas de alta en los registros de la CNMV en cualquier momento del ejercicio, no solo al finalizar este.

## Resultados antes de impuestos, n.º de agencias de valores en pérdidas e importe de las pérdidas antes de impuestos

CUADRO 3.2.7

Importes en miles de euros

	Resultados antes de impuestos <sup>1</sup>	N.º de entidades en pérdidas	Importe de las pérdidas antes de impuestos
<b>Agencias de valores</b>			
2016	10.822	12	-7.219
2017	16.766	13	-7.952
2018	12.532	21	-10.947
2019	10.443	19	-11.349

Fuente: CNMV. (1) Incluye los resultados de todas las entidades que estuvieron dadas de alta en los registros de la CNMV en cualquier momento del ejercicio, no solo al finalizar este.

Los mercados de valores y sus agentes  
Entidades financieras y servicios de inversión

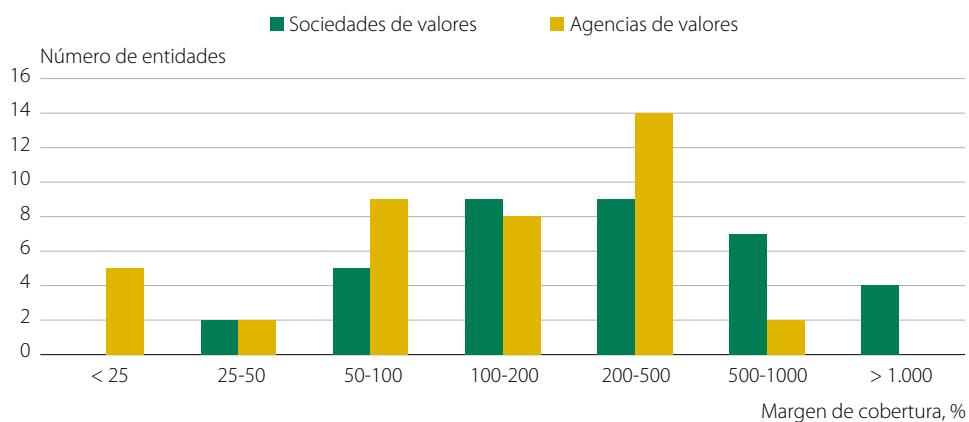
## Solvencia

El sector en su conjunto continuó exhibiendo unos niveles relativos de solvencia elevados durante 2019: a finales de año el margen de recursos propios era 4,9 veces superior al volumen de recursos exigibles, cuando a finales de 2018 esta cifra era sensiblemente inferior, en concreto, 4,3. En términos absolutos esta holgura es poco relevante por tratarse de importes absolutos reducidos.

Como es habitual, este margen fue, en general, mayor en las sociedades de valores que en las agencias de valores. Así, mientras que para las primeras el margen de cobertura agregado se situó en torno a 5,2, para las segundas se mantuvo en 1,9. En cuanto a la distribución de esta ratio, en el gráfico 3.2.2 se observa que a finales de 2019 la mayoría de sociedades de valores seguía teniendo un margen de cobertura sobre recursos propios exigibles superior al 200 %. A la vez, las sociedades de valores presentaban una mayor dispersión. Por su parte, ninguna sociedad ni agencia de valores cerró el ejercicio con déficit de recursos propios.

### Margen de cobertura sobre los recursos propios exigibles de las sociedades y agencias de valores

GRÁFICO 3.2.2



Fuente: CNMV.

### 3.2.2.2 Empresas de asesoramiento financiero

Las EAF son un tipo de empresas de servicios de inversión que se introdujo con la trasposición a nuestro ordenamiento jurídico de la primera Directiva MiFID. Estas entidades, que ofrecen a sus clientes como única actividad reservada el servicio de asesoramiento en materia de inversión financiera, cuentan con una amplia cartera de clientes minoristas, aunque sus ingresos proceden principalmente del asesoramiento a grandes inversores, incluidas las IIC y otros inversores institucionales. Desde la entrada en vigor de la Directiva MiFID, estas entidades pueden ofrecer asesoramiento independiente o no independiente.

Al cierre de 2019 el número de entidades de este tipo registradas en la CNMV era de 140, lo que supone 18 entidades menos que en 2018. Se produjeron 5 altas y 23 bajas. Es importante señalar que 4 de ellas se dieron de baja por transformarse en SGIIC y otras 5 se transformaron en agencia de valores.

El patrimonio total asesorado se situó en 21.377 millones de euros. De este patrimonio, 15.518 millones correspondieron a asesoramiento independiente. La mayor parte de los contratos de asesoramiento suscritos correspondía a clientes minoristas (el 93,1 % de un total de 6.458), si bien estos contratos representaron solo el 38,0 % del patrimonio asesorado. En cualquier caso y aunque no se pueden comparar directamente las cifras de patrimonio asesorado debido al cambio contable que se introdujo con la modificación de la Circular 1/2010 de la CNMV<sup>9</sup>, es importante destacar que se registró un descenso notable del patrimonio asesorado a inversores no minoristas (véase cuadro 3.2.8). Por último, el beneficio conjunto de este tipo de entidades descendió de forma destacada, al pasar de 10,6 millones de euros obtenidos en 2018 a 7,8 millones en 2019. Este descenso fue el reflejo de la disminución de los ingresos por las comisiones percibidas de los clientes y, en menor medida, de los ingresos por retrocesiones y demás comisiones que provienen de otras entidades. Concretamente, las comisiones cobradas directamente a los clientes pasaron de 50,2 millones en 2018 a 45,4 millones de euros en 2019.

**Los mercados de valores y sus agentes**  
**Entidades financieras y servicios de inversión**

#### **EAF: Número de contratos y volumen del patrimonio asesorado<sup>1</sup>**

CUADRO 3.2.8

Importes en miles de euros

	2018	2019	% var. 19/18
<b>Número de contratos</b>			
Clientes minoristas	5.997	6.025	0,5
Clientes no minoristas	527	433	-17,8
<b>Total</b>	<b>6.524</b>	<b>6458</b>	<b>-1,0</b>
<b>Patrimonio asesorado (miles de euros)</b>			
Clientes minoristas	10.281.573	8.134.862	-1
Clientes no minoristas	21.658.460	13.254.537	-1
<b>Total</b>	<b>31.658.460</b>	<b>21.389.399</b>	<b>-1</b>

Fuente: CNMV. (1) Debido a la modificación de la Circular 1/2010, de 28 de julio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de información reservada de las entidades que prestan servicios de inversión, las magnitudes del patrimonio asesorado en 2018 y 2019 no son comparables. Esto se debe a que esta modificación introdujo un método contable distinto al anterior para contabilizar el patrimonio asesorado.

### **3.2.3 Consideraciones acerca de la prestación de servicios de inversión en España por parte de las entidades de crédito y de las empresas de servicios de inversión**

La información que se presenta habitualmente en relación con la actividad de prestación de servicios de inversión en España desde un punto de vista amplio (es decir, incluyendo la actividad de gestión de IIC, aunque no sea estrictamente un servicio de inversión desde el punto de vista legal) se realiza atendiendo al tipo de entidad que realiza dicha actividad: entidad de crédito, ESI o SGIIC. Sin embargo, una concepción menos formalista y, por tanto, más sustantiva, que atienda al modelo de negocio de las entidades y a su vinculación con bancos comerciales, aconseja delimitar con mayor exactitud qué parte del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión corre a cargo de bancos que se podrían denominar comerciales,

<sup>9</sup> Circular 1/2010, de 28 de julio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de información reservada de las entidades que prestan servicios de inversión.

cuyos ingresos provienen mayoritariamente de la prestación de servicios bancarios típicos (depósitos, préstamos...), y qué parte la realizan entidades que se pueden considerar especializadas en la prestación de servicios de inversión. Este último grupo de entidades estaría formado por ESI y SGIIC independientes, es decir, no filiales de grupos bancarios comerciales y por bancos especializados en la provisión de servicios de inversión.

Una de las piezas a efectos de este análisis es la identificación de las entidades que tienen forma jurídica de banco pero cuyo modelo de negocio se basa en la prestación de servicios de inversión. Para ello puede tomarse como referencia el cociente entre los ingresos percibidos por la prestación de servicios de inversión y el total de ingresos de la entidad, identificándose como banco especializado en servicios de inversión a aquel cuyo cociente sea superior al 65 %<sup>10</sup>. Se estima que el importe de ingresos relacionados con la prestación de servicios de inversión de estas entidades fue de 831 millones de euros en 2019 en conjunto. Sin embargo, si se tiene en cuenta el volumen de comisiones que estas entidades retroceden a terceros —en algunos casos de importe significativo, debido a su modelo específico de negocio—, el volumen de ingresos se reduciría hasta una cifra global algo superior a los 480 millones de euros (sobre el 14 % de las comisiones totales percibidas por las entidades de crédito en este negocio).

En el caso de las entidades financieras no bancarias (sociedades y agencias de valores y sociedades gestoras de IIC) se ha procedido a identificar aquellas que pertenecen a un grupo bancario comercial y que, en consecuencia, corresponderían al ámbito de prestación de servicios de inversión de este tipo de entidades. En el ámbito de las agencias y sociedades de valores estas entidades son poco relevantes en la actualidad, ya que las entidades de crédito han ido absorbiendo durante los últimos años a sus sociedades y agencias de valores en un contexto de fuerte reorganización del sector financiero español. Debido a este proceso, en 2019 se produjo la absorción por parte de Unicaja Banco de una sociedad de valores perteneciente a su grupo. A finales de 2019 había un total de cinco sociedades de valores que pertenecían a alguna entidad de crédito nacional cuyo negocio principal era la banca comercial. Estas concentraban el 28 % de los activos totales de las sociedades de valores en 2019 y en torno al 11 % de los ingresos percibidos por este tipo de entidades. En el ámbito de las SGIIC, la relevancia de las vinculadas con bancos comerciales es mayor, pues concentran el 62 % de las comisiones netas de retrocesiones derivadas de la gestión de IIC y el 70 % del importe total de las comisiones percibidas por el conjunto de gestoras.

Atendiendo a todas estas consideraciones, se estima que el 68 % del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión en España (incluida la gestión de IIC y medido a través de las comisiones percibidas) corresponde a bancos comerciales tradicionales o entidades que pertenecen a sus grupos, mientras que el resto lo desarrollan entidades financieras especializadas en la prestación de servicios de inversión y sin vinculación con la banca comercial.

Un sector independiente especializado en el ámbito de los servicios de inversión lo más potente posible es deseable y positivo. Cuanto más relevantes sean las entidades independientes, más innovación, dinamismo y competencia habrá en el sector.

---

10 Entre las entidades más relevantes por el volumen de ingresos que perciben se encuentran Allfunds, Banco Inversis, Cecabank y Renta 4.

Además de los consiguientes beneficios en términos de menores costes y mejor servicio para los inversores, esto también es interesante desde dos perspectivas: i) la del deseable mayor equilibrio entre la financiación puramente bancaria y la financiación de las empresas a través de los mercados y ii) la de los esfuerzos por impulsar la cultura inversora de los españoles, que, además de caracterizarse por una baja propensión al ahorro, está más centrada en las inversiones en inmuebles y en productos de muy bajo riesgo en relación con los patrones observados en otras economías europeas.

**Los mercados de valores y sus agentes**  
**Entidades financieras y servicios de inversión**

### **3.3 Entidades de capital riesgo y plataformas de financiación participativa**

#### **3.3.1 Entidades de capital riesgo y otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado**

##### **Entidades registradas en la CNMV**

La actividad de capital privado y capital riesgo siguió en el año 2019 la tendencia alcista de los últimos ejercicios, tanto en la inscripción de vehículos como de sociedades gestoras. En total, se inscribieron un total de 106 vehículos de inversión cerrados y 16 nuevas sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado. De esta forma, el registro de la CNMV cerró el ejercicio con un total de 458 vehículos de inversión y 106 sociedades gestoras, lo que supone un aumento del 24,1 % y del 12,8 %, respectivamente, respecto a las cifras de cierre de 2018, que marcan un nuevo máximo histórico.

En el ámbito de los vehículos de inversión de tipo cerrado, entre las citadas 106 nuevas entidades, existe una gran variedad en cuanto a su naturaleza jurídica y objetivo de inversión. Por lo que a entidades de capital riesgo se refiere —fondos de capital riesgo (FCR) y sociedades de capital riesgo (SCR)—, el número de altas fue de 68, de las cuales 5 correspondieron a ECR-Pyme. También se inscribieron 12 fondos de capital riesgo europeos (FCRE) y 4 fondos de emprendimiento social europeo (FESE), figuras contempladas, respectivamente, por los Reglamentos (UE) n.º 345/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre fondos de capital riesgo europeos y (UE) n.º 346/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre fondos de emprendimiento social europeos. Estos fondos se podrán comercializar a inversores que aporten más de 100.000 euros tanto en España como en países de la Unión Europea. En total, a 31 de diciembre de 2019 figuraban inscritos 12 FCRE y 4 FESE, lo que supone un incremento del 178 % frente al ejercicio precedente.

En el ejercicio 2019, de nuevo fueron relevantes las inscripciones de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC): 17 nuevas entidades, 9 de ellas sociedades de inversión colectiva de tipo cerrado (SICC) y 8 fondos de inversión colectiva de tipo cerrado (FICC). Estos vehículos de inversión, introducidos por la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, gozan de gran flexibilidad en su régimen de inversiones, tanto en la política de inversión como en el cumplimiento de coeficientes. Conviene señalar que un número significativo de estos vehículos nacen con patrimonio muy reducido y concentran su inversión en una única sociedad. Pero en 2019 cabe destacar la inscripción de dos SICC cuya estructura se basa en un acuerdo con el Banco Europeo de Inversiones, por el que este pone a disposición de cada vehículo un préstamo de importe muy relevante para su inversión en proyectos de desarrollo sostenible en la

Comunidad de Andalucía. Por otra parte, se inscribieron dos nuevos FICC y una SICC que eran antiguos vehículos de capital riesgo y que se acogieron a esta figura con el fin de tener un régimen más flexible en cuanto al cumplimiento de los coeficientes de inversión.

Por su parte, la iniciativa del ICO a través de FOND-ICO Global, FCR continuó teniendo gran relevancia en la captación de nuevos recursos del sector privado a través de fórmulas de coinversión. En el ejercicio 2019 se resolvió la undécima convocatoria por un importe total de 166 millones de euros, seleccionándose un total de 10 entidades en sus diversas categorías de inversión (capital expansión, capital riesgo, transferencia de tecnología, incubación y deuda) y se lanzó la duodécima convocatoria, que previsiblemente se resolverá en el primer trimestre de 2020, con un compromiso de inversión de hasta 284 millones de euros y un número ofertado de hasta 13 fondos (el mayor desde la creación de FOND-ICO Global, FCR).

Por lo que respecta a las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC), su número se incrementó en 16, de forma que a 31 de diciembre de 2019 figuraban 106 SGEIC inscritas en el Registro de la CNMV. Tres de las nuevas SGEIC inscritas se constituyeron cumpliendo con todos los requisitos exigidos al efecto por la Directiva sobre gestores de fondos de inversión alternativa, lo que implica la posibilidad de obtener el pasaporte europeo para los vehículos gestionados, así como la facultad de comercializar las ECR gestionadas tanto a inversores profesionales como a inversores considerados no profesionales, siempre que estos últimos se comprometan a invertir un mínimo de 100.000 euros y declaren por escrito que son conscientes de los riesgos ligados al compromiso asumido.

#### Altas y bajas en el Registro en 2019

CUADRO 3.3.1

Tipo de entidad	Entidades registradas a 31/12/18			Entidades registradas a 31/12/19	
	Altas	Bajas			
Sociedades de capital riesgo (SCR)	121	32	5		148
Fondos de capital riesgo (FCR)	181	36	7		210
Sociedades de capital riesgo pyme (SCR-Pyme)	17	2	0		19
Fondos de capital riesgo pyme (FCR-Pyme)	10	3	3		10
Fondos de capital riesgo europeo (FCRE)	8	12	0		20
Fondos de emprendimiento social europeo (FESE)	1	4	0		5
<b>Total entidades de capital riesgo (ECR)</b>	<b>338</b>	<b>89</b>	<b>15</b>		<b>412</b>
Sociedades de inversión colectiva de tipo cerrado (SICC)	19	9	2		26
Fondos de inversión colectiva de tipo cerrado (FICC)	12	8	0		20
<b>Total entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC)</b>	<b>31</b>	<b>17</b>	<b>2</b>		<b>46</b>
<b>Total ECR + EICC</b>	<b>369</b>	<b>106</b>	<b>17</b>		<b>458</b>
<b>Sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado (SGEIC)</b>	<b>94</b>	<b>16</b>	<b>4</b>		<b>106</b>

Fuente: CNMV.

## Algunos datos relevantes del sector de capital riesgo

Según las estimaciones correspondientes a 2019 realizadas por la Asociación Española de Entidades de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCR), el ejercicio anterior finalizó con una cifra histórica en términos de volumen de inversión en capital privado y capital riesgo y, por primera vez, el sector ha alcanzado la media europea en términos de inversión anual sobre el PIB. Así, el volumen de inversión superó los 8.500 millones de euros, repartidos en un total de 680 operaciones, lo que supone un incremento cercano al 46 % con respecto a la cifra registrada en 2018.

En relación con el tamaño de las inversiones, en este ejercicio se contabilizaron un total de 18 operaciones que superaron los 100 millones de euros (*megadeals*), lo que representa un récord histórico, tanto en volumen como en número de inversiones. Por su parte, la actividad del capital del segmento medio (operaciones que se cuantifican entre 10 y 100 millones) registró un volumen en torno a los 1.990 millones de euros, materializado en 69 operaciones, lo que supone un incremento superior al 35 %.

Los operadores internacionales siguieron aumentando su importancia relativa, con un 80,7 % de la inversión total (77 % en 2018 y 72 % en 2017), y destaca su presencia en las grandes operaciones, mientras que los inversores nacionales privados y públicos intervinieron, en general, en un mayor número de operaciones de menor tamaño.

Si se analiza la inversión desde el punto de vista de la fase de desarrollo del proyecto, se puede observar que 2019 fue un año en el que el *venture capital* mantuvo un protagonismo destacado, confirmando la tendencia de los ejercicios precedentes, con un volumen de inversión de 737 millones de euros en un total de 517 inversiones (510 en 2018). Cabe mencionar que en este segmento los operadores nacionales, tanto privados como públicos, tienen un papel más destacado que los fondos internacionales. Como viene siendo habitual en los últimos ejercicios, en 2019 siguió existiendo un apoyo relevante en este segmento de inversiones de los programas de fondos públicos FOND-ICO Global y la iniciativa Innvierte, del Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI).

En cuanto al volumen de desinversiones, se registró durante el ejercicio un volumen superior a los 2.250 millones de euros, tras cerrar 258 operaciones (2.000 millones y 295 operaciones en 2018).

Los sectores que recibieron un mayor volumen de inversión a lo largo del ejercicio pasado fueron otros servicios (25 %), energía y recursos naturales (21 %) y productos de consumo (12,7 %), mientras que por número de operaciones el sector de la informática fue el más relevante, con 293 operaciones, alrededor del 40 % del total.

### 3.3.2 Plataformas de financiación participativa

Durante 2019 se presentaron 8 solicitudes de autorización de plataformas de financiación participativa (PFP), de modo que, desde la publicación de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, que regula dichas entidades y hasta finales del año pasado, el número total de solicitudes ha sido de 74. En cuanto a su evolución, y a excepción del repunte de 2018, continúa el descenso en el número de solicitudes presentadas, con cifras alejadas de las que se registraron en los primeros años: 24 solicitudes en 2015 y 21 en 2016 (véase cuadro 3.3.2). Aun así se debe tener en cuenta que en 2015 la mayoría de las solicitudes se referían a

**Los mercados de valores y sus agentes**  
**Entidades financieras y servicios de inversión**

plataformas que ya estaban actuando como tales y que, como consecuencia de la nueva regulación, tuvieron que adaptarse a los requerimientos normativos para poder seguir llevando a cabo su actividad.

#### Número de solicitudes de PFP

CUADRO 3.3.2

Tipo de PFP	Valores	Préstamos	Mixta	Sin dato <sup>1</sup>	Total
2015	10	12	1	1	24
2016	7	7	7	0	21
2017	3	3	3	0	9
2018	2	4	6	0	12
2019	1	5	2	0	8
<b>Total acumulado</b>	<b>23</b>	<b>31</b>	<b>19</b>	<b>1</b>	<b>74</b>

Fuente: CNMV. (1) En la solicitud de autorización no se indicaba el tipo de PFP.

En 2019 se autorizaron 3 PFP (2 mixtas, de préstamos y valores, y 1 de valores), mientras que las 2 autorizadas en 2018 eran únicamente de valores. Además, en 2019 desistieron o se dieron por desistidas otras 5, frente a las 13 de 2018 (véanse cuadros 3.3.3 y 3.3.4). Una de las autorizaciones concedidas a un proyecto de PFP de valores caducó en 2019, al transcurrir más de un año sin haber realizado su inscripción en el Registro de la CNMV; no obstante, el promotor del proyecto volvió a solicitar la autorización, que se resolvió favorablemente en este ejercicio.

#### Número de PFP autorizadas

CUADRO 3.3.3

Tipo de PFP	Valores	Préstamos	Mixta	Total
2015	1	0	0	1
2016	7	8	2	17
2017	4	2	3	9
2018	2	0	0	2
2019	1	0	2	3
<b>Total acumulado</b>	<b>15</b>	<b>10</b>	<b>7</b>	<b>32</b>

Fuente: CNMV.

#### Número de PFP denegadas y desistidas

CUADRO 3.3.4

Tipo de PFP	Valores	Préstamos	Mixta	Sin dato <sup>1</sup>	Total
2016	Denegadas	1	0	0	1
	Desistidas	2	4	0	7
2017	Denegadas	1	2	1	4
	Desistidas	1	2	1	4
2018	Denegadas	0	0	1	1
	Desistidas	2	5	6	13
2019	Denegadas	0	0	0	0
	Desistidas	0	3	2	5
<b>Total acumulado</b>	<b>Denegadas</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>6</b>
	<b>Desistidas</b>	<b>5</b>	<b>14</b>	<b>9</b>	<b>29</b>

Fuente: CNMV. (1) En la solicitud de autorización no se indicaba el tipo de PFP.

Tras esta actividad de autorización y las subsiguientes altas y bajas, en el Registro de la CNMV había inscritas a 31 de diciembre de 2019 un total de 28 plataformas. Un total de 4 entidades se registraron y 2 se dieron de baja. Por su parte, 5 se habían registrado en 2018, 8 en 2017, 12 en 2016 y 1 en 2015. Entre las principales características de las plataformas registradas destacan las siguientes:

- 12 son de valores, 9 de préstamos y 7 mixtas.
- 8 son inmobiliarias (4 más que en 2018), 1 de préstamos, 4 de valores y 3 mixtas.
- 15 tienen su domicilio social en Madrid, 6 en Barcelona, 2 en Valencia, 1 en Soria, 1 en Ávila, 1 en Santa Cruz de Tenerife, 1 en Las Palmas y 1 en Bilbao.
- 1 PFP de préstamos y otra de valores, ambas registradas en 2016, están controladas por sociedades extranjeras dedicadas a la actividad de *crowdfunding*.
- Solo 1, registrada en 2016, es híbrida (tiene autorización para actuar como PFP y como entidad de pagos).

**Los mercados de valores y sus agentes**  
**Entidades financieras y servicios de inversión**

**Número de PFP registradas**

CUADRO 3.3.5

<b>Tipo de PFP</b>	<b>Valores</b>	<b>Préstamos</b>	<b>Mixtas</b>	<b>Total</b>
2015	Madrid	1	0	1
	Barcelona	0	0	0
	Total	1	0	1
2016 <sup>1</sup>	Madrid	3	4	7
	Barcelona	1	2	3
	Total	4	8	12
2017 <sup>1</sup>	Madrid	0	1	4
	Barcelona	2	0	2
	Total	3	1	8
2018 <sup>1</sup>	Madrid	1	1	2
	Barcelona	1	0	2
	Total	3	1	5
2019 <sup>1</sup>	Madrid	1	0	2
	Barcelona	0	0	0
	Total	2	0	4
<b>Total acumulado<sup>2</sup></b>	<b>Madrid</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>15</b>
	<b>Barcelona</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>6</b>
	<b>Total</b>	<b>12</b>	<b>9</b>	<b>28</b>

Fuente: CNMV. (1) Adicionalmente, en 2016 se registró una PFP con domicilio social en Soria y otra en Valencia. En 2017, además, se registró una PFP con domicilio social en Santa Cruz de Tenerife y otra en Valencia. En 2018, también se registró una PFP con domicilio social en Bilbao y en 2019, una con domicilio social en Ávila y otra en Las Palmas. (2) La suma de los distintos años no coincide con el total acumulado como consecuencia de las dos bajas producidas en 2019 (una PFP de valores domiciliada en Madrid y otra de préstamos en Barcelona).

La información recibida de las plataformas en relación con su actividad en 2019 muestra que estas entidades captaron 139,1 millones de euros, un volumen que representa un avance del 34,4 % en relación con la cifra de 2018. Además, el número

de proyectos publicados ascendió a 12.866, lo que implica que prácticamente se cuadriplicó respecto al año anterior, aunque hay que tener en cuenta que esto se debió al elevado número de proyectos de una sola plataforma, cuya labor es financiar servicios personales. Esta plataforma, que nació en 2018, acapara el 93,2 % de todos los proyectos, pero estos tienen un importe individual reducido, de unos 3.000 euros, aproximadamente. El número de inversores, por su parte, se situó en 23.581, un 17,7 % más que a finales de 2018. Se observa una gran heterogeneidad en el sector, ya que 3 de las plataformas concentraban el 61,0 % de la financiación total captada y el 53,6 % de los inversores.