



BOLETÍN DE LA CNMV
Trimestre I
2023



BOLETÍN DE LA CNMV
Trimestre I
2023

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

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

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

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

ISSN (edición electrónica): 1988-2025

Edición y maquetación: Cálamo y Cran

Índice

I	Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas	11
II	Informes y análisis	75
	Riesgo de transición en los fondos de inversión españoles	77
	Ricardo Crisóstomo	
	Índices de referencia climáticos y de sostenibilidad y su contribución al cumplimiento de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (segunda parte)	95
	María José Gómez Yubero, Bárbara Gullón Ojesto y Miguel Palomero Aguilar	
III	Anexo legislativo	143
IV	Anexo estadístico	151

Siglas y acrónimos

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

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

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

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

Índice

1	Resumen ejecutivo	15
2	Entorno macroeconómico	18
	2.1 Evolución económica	18
	2.2 Perspectivas	25
3	La evolución de los mercados de valores	26
	3.1 Los mercados bursátiles	27
	3.2 Los mercados de renta fija	39
4	Los agentes de los mercados	49
	4.1 Vehículos de inversión	49
	4.2 Prestación de servicios de inversión	61
	4.3 Sociedades gestoras de IIC	70
	4.4 Otros intermediarios: capital riesgo y plataformas de financiación participativa (PFP)	72

Índice de recuadros

Recuadro 1	Efectos de la implantación del impuesto sobre transacciones financieras en los mercados de acciones españolas	37
Recuadro 2	Guía técnica sobre el refuerzo de la transparencia de IIC con objetivo concreto de rentabilidad y de IIC de renta fija con estrategia de comprar y mantener	53
Recuadro 3	Revisión de las recomendaciones sobre liquidez del FSB e IOSCO y trabajos posteriores	59

1 Resumen ejecutivo

- **El ejercicio 2023 comenzó en un entorno macrofinanciero marcado por la incertidumbre con tasas de inflación aún elevadas a nivel global, aumentos de las tasas de inflación subyacentes y continuidad de un tono contractivo en la política monetaria.** La actuación de los bancos centrales no ha estado exenta de complejidad como consecuencia del deterioro de la actividad económica (en algunas economías rozando la recesión) en un contexto marcado por el fuerte y rápido endurecimiento de las condiciones de financiación. Además, en el mes de marzo se produjeron turbulencias en los mercados financieros debido a los problemas experimentados por varios bancos en EE. UU. y en Europa, entre los que destacan la resolución del Silicon Valley Bank (SVB) y la adquisición del banco suizo Credit Suisse por UBS. En este contexto los bancos centrales continuaron subiendo los tipos de interés, aunque en cuantías inferiores a las observadas en 2022, al menos en EE. UU. y el Reino Unido.
- **Los pronósticos del Fondo Monetario Internacional (FMI) apuntan a una desaceleración del crecimiento del PIB mundial desde el 3,4 % en 2022 hasta el 2,8 % este año, que se explica por las subidas de los tipos de interés, las consecuencias de la guerra de Rusia en Ucrania y la creciente fragmentación geopolítica.** El grado de incertidumbre sobre los pronósticos es elevado, más aún tras el periodo de turbulencias bancarias mencionadas. Los riesgos más relevantes respecto al escenario de crecimiento previsto continúan siendo a la baja. Entre ellos destaca la posible persistencia de la inflación en niveles elevados, las consecuencias aún no materializadas del endurecimiento de la política monetaria, la incertidumbre relacionada con el sector bancario, las vulnerabilidades asociadas a los agentes más endeudados o la prolongación de los efectos de la guerra.
- **La economía española se está comportando relativamente mejor que otras economías de su entorno en esta etapa de desaceleración del crecimiento mundial.** El crecimiento esperado por el FMI se sitúa en el 1,5 % este año y el 2 % el que viene (5,5 % en 2022), algo por encima de las tasas previstas para la zona euro (0,8 % y 1,4 %, respectivamente). La tasa de inflación, que llegó a un máximo del 10,8 % en julio, se ha desacelerado de forma sensible hasta el 4,1 % en abril (3,3 % en marzo). La tasa subyacente también se ha moderado, pero mucho menos (6,6 %, frente al 7,6 % de febrero). Las finanzas públicas mejoraron en 2022 (el déficit público descendió más de 2 puntos porcentuales [p.p.] de PIB, hasta el 4,8 %), favorecidas por la evolución de la actividad económica y el aumento de los precios, al igual que lo hizo el mercado laboral, con una tasa de desempleo que también mostró descensos (del 13,3 % de la población activa en 2021 al 12,9 % en 2022), si bien se mantiene por encima de la media de la Unión Europea.

- **Todos los índices de los grandes mercados internacionales presentaron revalorizaciones en el primer trimestre del año¹, con la excepción de algunos de renta variable de economías emergentes.** Los avances de los índices europeos fueron mayores que los de los estadounidenses; un comportamiento que, en parte, puede explicarse por las diferencias en el tono y en las expectativas respecto a la política monetaria en ambas áreas económicas. La incertidumbre derivada de los episodios de crisis bancarias redujeron las ganancias acumuladas en el trimestre y dieron lugar a un cierto aumento de la volatilidad en el mercado. Con todo, el balance trimestral arroja revalorizaciones significativas: en Europa oscilaron entre el 10,4 % del índice Euronext 100 y el 14,4 % del italiano Mib 30, en EE. UU. lo hicieron entre el 0,4 % del Dow Jones y el 16,8 % del Nasdaq y en Japón fueron del 5,9 % y el 7,5 % en sus índices más representativos.
- **La revalorización del Ibex 35 en el primer trimestre del año fue del 12,2 %, situándose en un rango medio entre los valores observados en otros índices europeos y recuperando los niveles existentes antes de la pandemia.** Todos los grandes sectores mostraron revalorizaciones excepto el inmobiliario, que se ve más afectado por las subidas de los tipos de interés. Destacan los avances en el sector de las telecomunicaciones o en el de los bienes y servicios de consumo e, incluso, en el bancario, a pesar de los recortes que sufrieron durante las turbulencias de marzo. La contratación de valores españoles durante el primer trimestre registró un aumento en relación con los dos trimestres previos, pero muestra un descenso notable en términos interanuales (-15,3 %). La actividad en los mercados primarios siguió siendo muy reducida y fundamentalmente orientada a las modalidades que no implican captación de recursos.
- **En los mercados de renta fija se ha observado un aplanamiento de las curvas de tipos que responde:** i) al aumento de los rendimientos en los plazos más cortos, en consonancia con los incrementos de tipos de interés oficiales de los bancos centrales, y ii) al descenso, dentro de una evolución más irregular, de los rendimientos de los activos a plazos más largos, que se han ido modulando en función de las variaciones en las expectativas sobre las actuaciones de la política monetaria. Al menos dos veces durante el primer trimestre los rendimientos de los activos a largo plazo han presentado descensos notables, al incorporar la expectativa de finalización o atenuación del proceso de subidas de los tipos de interés oficiales, por observarse una tendencia de la inflación más favorable o, como en el mes de marzo, tras las turbulencias relacionadas con el sector bancario. El caso más extremo se observó en EE. UU., donde la curva de tipos se invirtió.
- **En España se observaron tendencias similares en los mercados de renta fija,** con incrementos en los plazos cortos y caídas (o menores aumentos según los activos) en los plazos más largos. El rendimiento del bono soberano a 10 años finalizó el trimestre en el 3,33 %, por debajo del 3,65 % de finales de diciembre, mientras que los rendimientos de las Letras del Tesoro se situaban en el 2,6-3 % en los plazos de 3-12 meses. La prima de riesgo soberano presentó un leve

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

descenso en el trimestre hasta 101 puntos básicos (p.b.). Finalmente, las emisiones de deuda realizadas por los emisores españoles del sector privado se redujeron en aquellas contabilizadas en el registro de la CNMV, pero avanzaron las que se efectuaron en el exterior.

- **El indicador de estrés de los mercados financieros españoles, que alcanzó niveles de riesgo alto durante el último trimestre de 2022, se ha mantenido en lo que llevamos de año en un nivel de riesgo medio (es decir entre 0,27 y 0,49).** Así, hasta principios de marzo, experimentó un descenso paulatino, momento en el que se produjo un repunte temporal como consecuencia de las turbulencias relacionadas con el sector bancario, que provocaron un aumento de los indicadores de volatilidad de los distintos segmentos de los mercados financieros. Aun así, en todo momento se mantuvo el indicador en un nivel de riesgo medio (0,37 a 14 de abril).
- **El patrimonio de los fondos de inversión registrados en España, que experimentó un avance importante en 2021, interrumpió su crecimiento en 2022, con una contracción del 4,1 %, situándose en 324.701 millones de euros a finales de año.** Este descenso patrimonial tuvo su origen únicamente en la caída del valor de la cartera de inversiones de estas entidades, ya que las suscripciones netas fueron positivas a lo largo del ejercicio. Los mayores flujos inversores fueron destinados a los fondos de renta fija, con unas entradas netas de recursos de más de 15.000 millones de euros. En paralelo también se produjo una contracción considerable de las instituciones de inversión colectiva (IIC) extranjeras comercializadas en España, cuyo patrimonio finalizó 2022 en 201.000 millones de euros, un 27,2 % menos que en 2021. En el ámbito específico de las sociedades de inversión de capital variable (SICAV) cabe señalar que, como consecuencia de un cambio normativo que exige participaciones mínimas de 2.500 euros a los accionistas para poder disfrutar de su régimen de tributación, más del 50 % de las SICAV se dieron de baja en 2022, proceso que ha continuado en los primeros meses de este año.
- **En el ámbito de la prestación de servicios de inversión, las entidades de crédito continuaron recibiendo la mayor parte de los ingresos generados por este sector en 2022 y también prosiguió el aumento del número de sociedades y agencias de valores (SAV), subsector en el que cada vez existen más entidades independientes o pertenecientes a grupos no bancarios.** La relevancia del negocio de prestación de servicios de inversión (incluida la comercialización de IIC) se ha consolidado en el negocio bancario. Las comisiones percibidas por esta actividad representan cerca o más de un tercio del total de las comisiones de estas entidades desde hace 3 años. Por su parte, en relación con las SAV, aunque su número se incrementó en 2022 hasta 95 (4 más), sus beneficios agregados antes de impuestos disminuyeron un 22,3 % en 2022, hasta 109,4 millones de euros, debido, sobre todo, a la caída de los ingresos percibidos por los servicios de intermediación en los mercados. El número de entidades en pérdidas aumentó en 8, hasta un total de 37, si bien el volumen de las pérdidas fue similar al de 2021 (25,2 millones de euros). Las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo satisfactorias en términos relativos.

- El presente informe contiene tres recuadros monográficos:
 - El primero describe los efectos de la implantación del impuesto sobre transacciones financieras en los mercados de acciones españolas.
 - El segundo describe la Guía técnica sobre el refuerzo de la transparencia de IIC con objetivo concreto de rentabilidad y de IIC de renta fija con estrategia de comprar y mantener, aprobada por la CNMV en abril.
 - El tercer recuadro resume los resultados de los trabajos de revisión de las recomendaciones sobre liquidez del FSB e IOSCO efectuados en 2022, incluida la valoración de España, y apunta trabajos relevantes posteriores que se van a desarrollar como consecuencia de estos ejercicios.

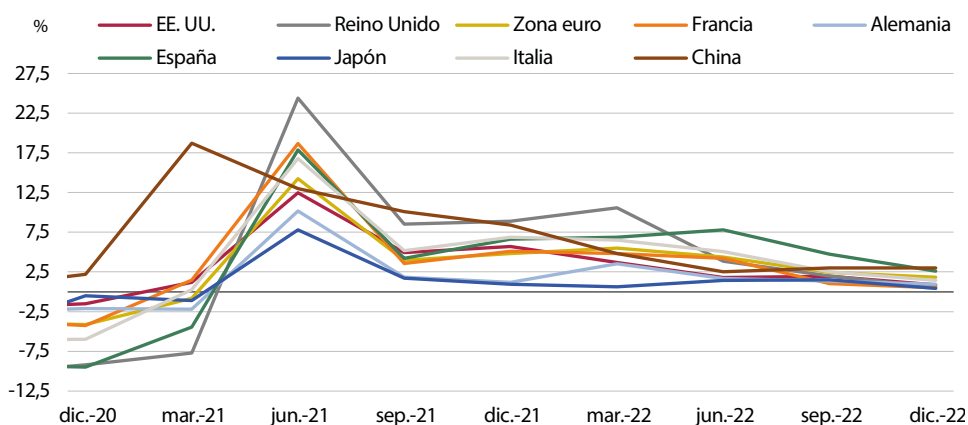
2 Entorno macroeconómico

2.1 Evolución económica

En 2022 se ha observado una desaceleración significativa del crecimiento a escala mundial. En términos agregados, la actividad económica pasó de crecer un 6,2 % en 2021 a un 3,4 % en 2022², mostrando una ralentización desde el segundo trimestre del año. La desaceleración del crecimiento fue generalizada entre las economías, aunque se observó una cierta heterogeneidad en cuanto a su intensidad, fruto tanto del endurecimiento de las condiciones de financiación como de la diferente repercusión de la guerra de Rusia en Ucrania, la dependencia de las materias primas energéticas o el grado de recuperación de sectores que habían sido más afectados por la pandemia. Así, las economías emergentes mostraron una ralentización más intensa, destacando la economía china, que pasó de crecer un 8,4 % a un 3 %, o la india, que pasó de un 8,7 % a un 6,8 %. Rusia entró en recesión en 2022. Por su parte, en las economías avanzadas, EE. UU. mostró un descenso de la tasa de crecimiento cercana a 4 p.p., hasta el 2,1 %, y la zona euro de casi 2 p.p., hasta el 3,5 % (véase gráfico 1). Dentro de la zona euro, Francia e Italia experimentaron las ralentizaciones más intensas, pero fue Alemania la economía de la zona, dentro del grupo de las más grandes, que menos creció en 2022 (1,9 %).

La economía española repitió en 2022 el avance medio del PIB de 2021, con un 5,5 %, pero con una tendencia descendente en el ejercicio. El crecimiento máximo se registró en el segundo trimestre del año (7,8 %) y desde entonces se desaceleró hasta el 2,7 % en el último. A pesar de que la economía española mostró en 2022 un comportamiento relativo mejor que el de otras economías europeas, aún no ha recuperado el nivel de actividad previo a la pandemia.

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



Fuente: Refinitiv Datastream. Se muestran para cada trimestre las tasas interanuales del PIB en todas las economías salvo en China, para la que se representan tasas de crecimiento acumuladas en el año en términos interanuales.

La composición del crecimiento en España en 2022 fue mucho más equilibrada que en ejercicios anteriores, pues la contribución de la demanda nacional al crecimiento se situó en 2,9 p.p. y la del sector exterior en 2,6 p.p. Dentro de la primera se observó un comportamiento diferente entre los indicadores de consumo, tanto privado como público, que mostraron una ralentización significativa, y los de formación bruta de capital fijo, que en 2022 experimentaron un crecimiento más intenso que en 2021 debido al dinamismo del sector de la construcción (véase cuadro 1). En relación con el sector exterior, cabe señalar el mantenimiento del crecimiento de las exportaciones a tasas superiores al 14 % y la notable desaceleración de las importaciones.

Desde el punto de vista de la oferta, en 2022 se produjo una evolución algo heterogénea entre los diferentes sectores de la economía española con una desaceleración del valor añadido de las ramas industriales, aumento en la construcción y estabilidad en los servicios. Dentro del sector de los servicios, cuyo valor añadido creció en 2022 un 6,5 % de media, la misma tasa que en 2021, cabe señalar la consolidación del crecimiento de algunos subsectores especialmente perjudicados por la pandemia como el de comercio, transporte y hostelería, que registró un avance del 17 %, o el de actividades artísticas, recreativas y otros servicios, que creció casi un 14 %. Estos dos subsectores se habían contraído más de un 20 % durante la pandemia.

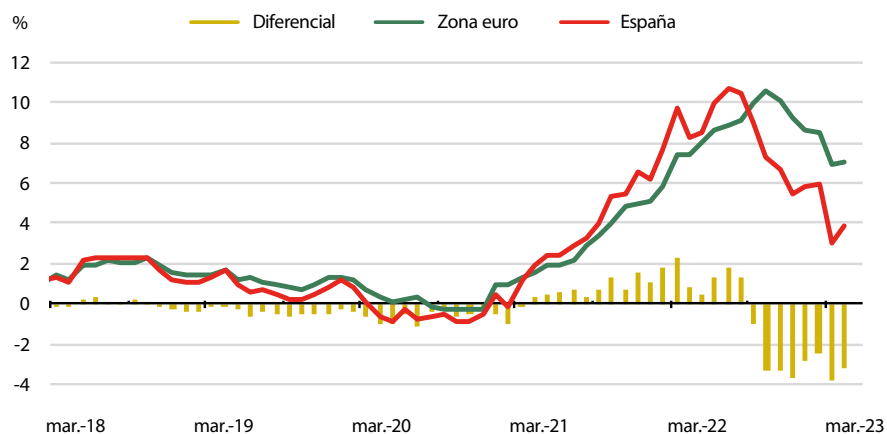
	2019	2020	2021	2022
PIB	2,0	-11,3	5,5	5,5
Consumo privado	0,9	-12,4	6,0	4,4
Consumo público	1,9	3,5	2,9	-0,9
Formación bruta de capital fijo, de la que:	4,5	-9,7	0,9	4,3
Construcción	7,2	-10,2	-3,7	4,2
Bienes de equipo y otros	2,0	-13,3	6,3	3,8
Exportaciones	2,2	-19,9	14,4	14,9
Importaciones	1,3	-14,9	13,9	7,7
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	0,4	-2,2	0,3	2,6
Empleo¹	3,3	-6,8	6,6	3,8
Tasa de paro	14,1	15,5	14,8	12,9
Índice de precios de consumo	0,7	-0,3	3,1	8,4
Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)	2,1	0,6	1,0	0,6
Saldo de las AA. PP. (% PIB)	-3,1	-10,1	-6,9	-4,8
Deuda pública (% PIB)	98,2	120,4	118,3	113,2
Posición de inversión internacional neta (% PIB)	58,4	61,5	50,4	41,9

Fuente: Refinitiv Datastream, Banco de España e Instituto Nacional de Estadística (INE).

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

Los precios de las materias primas energéticas y no energéticas han descendido de forma significativa durante los últimos meses hasta niveles inferiores a los existentes antes de la guerra entre Rusia y Ucrania, lo que ha facilitado un leve descenso de las tasas de inflación a escala mundial. Aunque los niveles de la inflación parecen haber pasado ya los máximos de esta etapa (en muchos casos superiores al 10 %), las tasas registradas siguen siendo muy elevadas y alejadas de los objetivos de los bancos centrales y, además, las tasas de inflación subyacentes aún no se han estabilizado, lo cual es más preocupante. Los datos de febrero sitúan la inflación de EE. UU., la zona euro, el Reino Unido y Japón en el 6 %, 8,5 %, 10,4 % y 3,3 % respectivamente. Por su parte, las tasas subyacentes oscilan entre el 3,5 % y el 7,5 %.

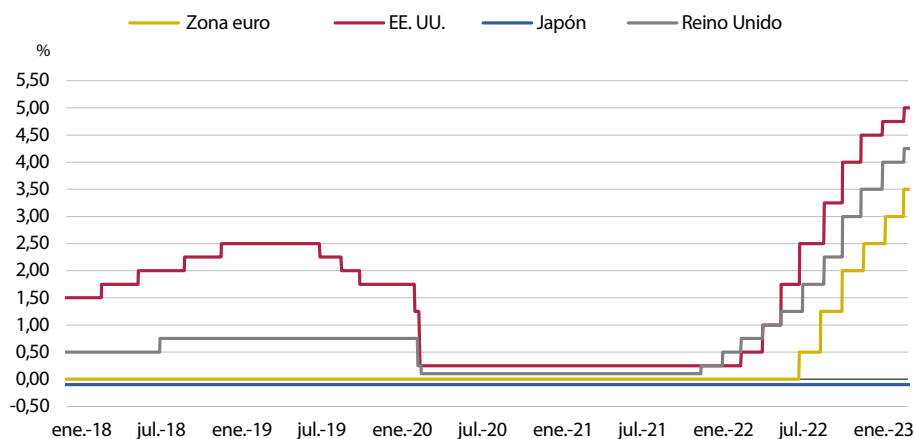
La tasa de inflación en España, que marcó un máximo del 10,8 % en julio de 2022, ha descendido progresivamente desde entonces hasta tasas del 4,1 % en abril (3,3 % en marzo). Esta tasa está muy por debajo de la observada en otros países de la zona euro. La inflación subyacente, que excluye de su cálculo los precios de la energía y de los alimentos frescos, también mostró un ligero descenso en abril, pero menos intenso que la tasa general, y se situó en el 6,6 % (la cifra máxima se alcanzó en febrero con un 7,6 %). En relación con los componentes de la inflación, cabe señalar la evolución de los alimentos elaborados, con una inflación del 18,7 %, y de los alimentos frescos, con un 13,6 %. Por lo que respecta a la zona euro, cabe destacar que, desde octubre del año pasado, la inflación española está por debajo de los registros de la zona euro con una diferencia que oscila entre 2,5 p.p. y 3,8 p.p. Esta evolución respondería, principalmente, al descenso más intenso y anticipado de la inflación de la energía en nuestro país.



Fuente Refinitiv Datastream. Datos hasta febrero para la zona euro y hasta marzo para España.

El mantenimiento de la inflación en niveles relativamente altos a escala mundial, sobre todo la tasa subyacente, así como de sus expectativas, dieron lugar a nuevos aumentos en los tipos de interés oficiales en el primer trimestre del año, pero se percibe un endurecimiento menos intenso de la política monetaria. Al menos este sería el caso en EE. UU. y, en menor medida, en el Reino Unido. Las últimas subidas de tipos efectuadas por los bancos centrales de estas economías en el mes de marzo fueron de 25 p.b., muy por debajo de la magnitud de la mayoría de las subidas observadas en 2022.

El Banco Central Europeo (BCE), por su parte, realizó dos subidas en sus tipos de interés oficiales en el primer trimestre del año, una en febrero y otra en marzo, de 50 p.b. cada una de ellas. En 2022 había realizado 4 subidas, 2 de ellas de 50 p.b. y otras 2 (las centrales) de 75 p.b. Tras estas decisiones los tipos de las operaciones principales de refinanciación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad marginal de depósito se situaban al finalizar el primer trimestre de 2023 en el 3,5 %, el 3,75 % y el 3 %. La última de las subidas efectuadas en 2023 se produjo en el contexto de las turbulencias relacionadas con el sector bancario y parte de los analistas pronosticaron que la subida de tipos de marzo no sería de 50 p.b. como había anunciado el propio BCE en febrero. Sin embargo, la entidad europea confirmó la subida anunciada, pues espera que la inflación continúe siendo demasiado alta durante demasiado tiempo. En cualquier caso, en esta reunión no se anunció ninguna nueva subida para los próximos meses y se indicó que, en un entorno de incertidumbre muy elevada, su modelo de decisión basado en datos ve reforzada su importancia. Por otra parte, la autoridad monetaria confirmó que la cartera de activos para el programa APP se reducirá de media en 15.000 millones al mes hasta finales de junio.



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

El mercado laboral español presentó una mejora en 2022 y 2023, si bien la tasa de desempleo continúa alejada de la media de la Unión Europea. Cabe señalar el avance del número de empleos equivalentes a tiempo completo en un año, que fue de 386.000 (un 2 % más) y responde al buen tono de la actividad económica durante el ejercicio. En paralelo, la tasa de paro se redujo ligeramente, del 13,3 % de la población activa a finales de 2021 al 12,9 % a finales de 2022 (12,9 % de media anual frente a un 14,8 % en el ejercicio anterior³), pero se mantiene en cifras alejadas de la media de la Unión Europea, que finalizó 2022 en el 6,1 % y en la zona euro, en el 6,7 %.

El déficit del conjunto de las Administraciones públicas (AA. PP.) se situó en el 4,8 % del PIB en 2022 (6,9 % del PIB en 2021⁴). Los ingresos se incrementaron un 8,1 % debido, fundamentalmente, a los mayores recursos fiscales, que se vieron impulsados por el crecimiento económico, el empleo y la inflación. El gasto, en cambio, presentó un aumento del 3,8 %. Por tipo de Administración, los datos publicados revelan que prácticamente toda la reducción del saldo negativo de las AA. PP. se explica por la Administración central, cuyo déficit disminuyó desde el 6,2 % del PIB en 2021 hasta el 3,3 % en 2022. Los fondos de la seguridad social también mejoraron su déficit, que pasó del 1 % del PIB al 0,5 %. En cambio, las comunidades autónomas incrementaron su déficit (del 0,05 % al 1,14 %) y las corporaciones locales pasaron de tener superávit (0,29 %) a déficit (-0,12 %). Por su parte, la deuda pública (según el Protocolo de Déficit Excesivo) finalizó el año en el 113,2 % del PIB, por debajo del 118,3 % de finales de 2021 y el 120,4 % de 2020. Las previsiones del Banco de

3 Los datos de los tres primeros meses de 2023 indican que continúa la mejora del mercado de trabajo, aunque el ritmo de descenso del número de parados es cada vez menor. Así, el paro registrado en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) descendió en 246.503 personas respecto a marzo de 2022, hasta situarse en 2.862.260 (un descenso muy inferior al registrado en el primer trimestre de 2022, que fue superior a 800.000 personas). Además, el número total de contratos registrados durante marzo de 2023 fue un 21,3 % inferior al de marzo del pasado año. La contratación indefinida se incrementó un 19,9 %, lo que supuso un 46,8 % del total (30,7 % un año antes).

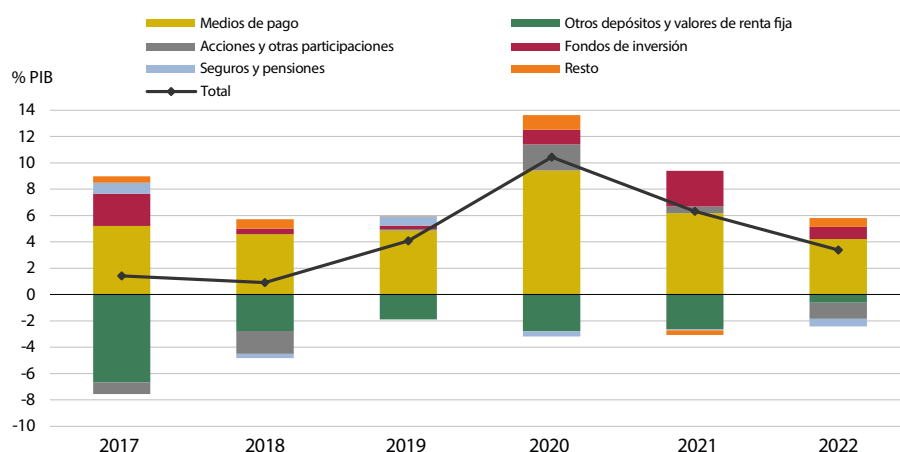
4 Estos datos incluyen la ayuda financiera, que ascendió en términos netos al 0,1 % y al 0,07 % del PIB en 2021 y 2022, respectivamente.

España apuntan a una reducción del déficit y de la deuda pública hasta el 3,5 % y el 108,8 % del PIB, respectivamente, en 2024.

El ahorro de las familias siguió disminuyendo en 2022 hasta situarse en niveles prepandemia. Esta caída, que llevó la tasa de ahorro hasta el 7,2 % de la renta disponible de los hogares a finales de año, se explica por elementos de diferente naturaleza, entre los que destaca el impacto de la inflación (sobre el consumo, en detrimento del ahorro), el aumento de los tipos de interés (en los hogares endeudados) y las decisiones de gasto que se habrían pospuesto tras el inicio de la pandemia. La tasa de ahorro de los hogares españoles continúa por debajo de la media observada en la zona euro, a pesar de que esta última también ha mostrado una tendencia a la baja desde marzo de 2021. En paralelo al descenso del ahorro, se ha producido una adquisición inferior de activos financieros, del 3,4 % del PIB en 2022 (6 % un año antes), con un patrón relativamente similar al de ejercicios previos, si bien los datos de la segunda parte del año muestran dos tendencias que merece la pena resaltar: i) comienza a observarse una cierta recomposición entre los depósitos a la vista y a plazo, a favor de estos últimos, que responde a su mayor atractivo por el aumento de los tipos de interés, y ii) destaca la inversión de los hogares en fondos de inversión⁵ en comparación con las desinversiones en acciones y otras participaciones o en seguros y fondos de pensiones (véase gráfico 4).

Hogares: adquisiciones netas de activos financieros

GRÁFICO 4



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

Los márgenes de las empresas cotizadas no financieras mejoraron en términos agregados en 2022. Sin embargo, se observó heterogeneidad entre los diferentes sectores y también dentro de ellos. Así, el resultado del ejercicio agregado de estas compañías se situó en 2022 en 30.806 millones de euros, lo que supone un leve aumento, del 0,5 %, respecto a la cifra de 2021 (véase cuadro 2). Por sectores se produjeron aumentos en los resultados de las empresas de la energía (39,2 %), impulsados por el incremento del precio de las materias primas energéticas, y de las compañías industriales (26,5 %). En cambio, los beneficios agregados descendieron para

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

las compañías del comercio y los servicios (-24,1 %) y las de la construcción e inmobiliarias (-55,7 %). El análisis individual de las cuentas de resultados de las empresas revela que el deterioro de los beneficios de las compañías del comercio y los servicios se explica casi en su totalidad por una sola empresa⁶, mientras que en las empresas del sector inmobiliario la caída de los beneficios tuvo un carácter más general.

Evolución de los resultados por sectores: empresas cotizadas no financieras

CUADRO 2

Millones de euros

	Resultado de explotación		Resultado antes de impuestos		Resultado (consolidado) del ejercicio	
	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Energía	17.591,9	23.649,4	16.366,8	22.246,6	11.446,9	15.931,0
Industria	7.389,3	9.459,3	6.620,3	8.427,4	4.894,7	6.193,1
Comercio y servicios	11.494,0	9.968,0	8.359,1	7.132,8	7.385,9	5.609,6
Construcción e inmobiliario	5.780,1	5.364,4	3.796,4	3.533,7	6.930,7	3.072,4
Total agregado	42.255,3	48.441,0	35.142,5	41.340,4	30.658,2	30.806,1

Fuente: CNMV.

Endeudamiento: empresas cotizadas no financieras

CUADRO 3

	Deudas ¹		Deudas sobre patrimonio neto		Deudas sobre resultado de explotación ¹	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021
Energía	96.266,5	104.067,7	0,90	0,90	5,47	4,40
Industria	25.044,2	25.760,5	0,55	0,52	3,39	2,72
Comercio y servicios	95.551,8	94.196,6	1,42	1,28	8,31	9,45
Construcción e inmobiliario	48.428,2	52.310,6	1,09	1,15	8,38	9,75
Total agregado	265.290,7	276.335,5	1,01	0,97	6,28	5,70

Fuente: CNMV.

¹ Millones de euros.

El nivel de las deudas de las empresas cotizadas no financieras aumentó un 4,2 % en 2022, hasta 276.335 millones de euros. Los mayores incrementos, tanto en términos absolutos como relativos, se produjeron en las compañías del sector de la energía (8,1 %) y del sector de la construcción e inmobiliario (8 %). También se registró un incremento del endeudamiento de las empresas industriales pero mucho más leve, mientras que en las compañías del sector del comercio y los servicios se produjo un descenso del nivel de las deudas (-1,4 %). Como se observa en el cuadro 3, la ratio de apalancamiento medida como el cociente entre las deudas y el

6 Telefónica.

patrimonio neto experimentó un descenso entre 2021 y 2022 desde 1,01 hasta 0,97. Este hecho se explica por un crecimiento más intenso del patrimonio neto de las entidades que el del propio nivel de endeudamiento. También mejoró el **indicador agregado** de cobertura de la deuda como consecuencia del aumento del margen de explotación de las compañías.

2.2 Perspectivas

Las previsiones del FMI publicadas en abril de este año pronostican una **desaceleración del crecimiento a nivel mundial desde el 3,4 % en 2022 hasta el 2,8 % en 2023 y una leve recuperación en 2024 hasta el 3,0 %**. La previsión de este último informe contiene un ligero empeoramiento con respecto a su anterior publicación de enero (-0,1 p.p.) y es inferior a la media histórica observada entre los años 2000 y 2019 (3,8 %). Para las economías avanzadas, la institución pronostica un crecimiento del 1,3 % en 2023 y del 1,4 % en 2024 (2,7 % en 2022), y del 3,9 % y el 4,2 % en los mismos periodos para las emergentes (4,0 % en 2022). La economía española también ralentizaría su crecimiento desde el 5,5 % en 2022 hasta el 1,5 % en 2023 y el 2 % en 2024⁷, pero mantendría un dinamismo algo mayor que en la zona euro (0,8 % y 1,4 %). Además el crecimiento del PIB esperado para España sufrió la revisión al alza más elevada de los países de nuestro entorno (4 décimas más que en enero).

Producto interior bruto

CUADRO 4

% var. anual

	2019	2020	2021	2022	FMI ¹	
					2023	2024
Mundial	2,8	-2,8	6,3	3,4	2,8 (-0,1)	3,0 (-0,1)
EE. UU.	2,3	-2,8	5,9	2,1	1,6 (0,2)	1,1 (0,1)
Zona euro	1,6	-6,3	5,3	3,5	0,8 (0,1)	1,4 (-0,2)
Alemania	1,1	-4,1	2,6	1,9	-0,1 (-0,2)	1,1 (-0,3)
Francia	1,9	-7,9	6,8	2,6	0,7 (0,0)	1,3 (-0,3)
Italia	0,5	-9,0	7,0	3,8	0,7 (0,1)	0,8 (-0,1)
España	2,0	-11,3	5,5	5,5	1,5 (0,4)	2,0 (-0,4)
Reino Unido	1,6	-11,0	7,6	4,1	-0,3 (0,3)	1,0 (0,1)
Japón	-0,4	-4,3	2,2	1,0	1,3 (-0,5)	1,0 (0,1)
Emergentes	3,6	-1,8	6,9	4,0	3,9 (-0,1)	4,2 (0,0)

Fuente: Refinitiv Datastream y FMI.

¹ Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada (FMI, previsiones publicadas en abril de 2023 respecto a enero de 2023).

⁷ El Banco de España prevé un crecimiento del 1,6 % y el 2,3 % en los mismos periodos (y un 2,1 % en 2025).

El grado de incertidumbre que rodea estas previsiones se ha intensificado aún más desde marzo, a raíz de las turbulencias originadas por algunas entidades bancarias. Si bien es posible identificar factores que pueden afectar tanto al alza como a la baja las expectativas de crecimiento, estos últimos son más numerosos y heterogéneos y presentan mayor probabilidad. Los elementos que pueden mejorar el crecimiento esperado tienen que ver con la posible existencia de una demanda embalsada y no satisfecha desde la pandemia y con la posibilidad de que se observe un proceso de desinflación más intenso de lo inicialmente previsto. Los riesgos a la baja estarían relacionados con: i) la posible persistencia de la inflación en niveles elevados, ii) la depreciación de los activos financieros, iii) el aumento de la incertidumbre asociada al sector bancario, iv) las vulnerabilidades vinculadas con niveles altos de endeudamiento, v) la ralentización de la recuperación de la economía china y vi) el recrudecimiento de la guerra en Ucrania y, en general, un aumento de la fragmentación geopolítica.

La economía española va a seguir creciendo por encima de las tasas medias europeas, si bien su evolución no está exenta de riesgos. Todos los elementos de incertidumbre enumerados anteriormente pueden afectar potencialmente a la economía española, aunque con distinto grado de intensidad. De entre ellos, cabe resaltar el riesgo relacionado con el elevado nivel de endeudamiento de los agentes (del sector público y privado) en momentos de encarecimiento de la financiación. Las consecuencias de estos mayores costes de financiación junto con el aumento de la inflación pueden afectar de forma notable a las decisiones de consumo y de ahorro-inversión de los agentes. Del lado positivo, cabe mencionar la evolución de aquellos sectores relacionados con los servicios, cuya actividad se había deteriorado sensiblemente durante la pandemia y que pueden seguir evolucionando favorablemente. También cabe señalar el grado de soporte a la actividad que suponen los fondos europeos Next Generation.

3 La evolución de los mercados de valores

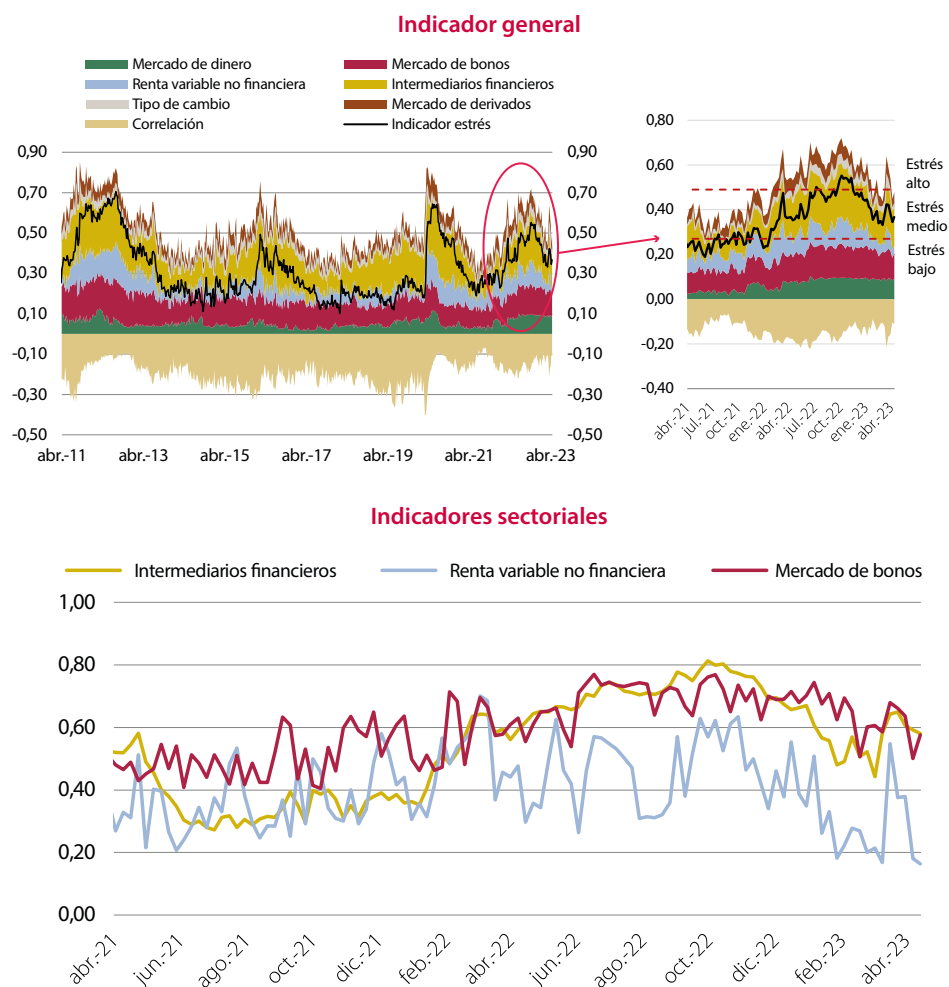
El indicador de estrés de los mercados financieros españoles, que llegó a situarse en un nivel de riesgo alto durante el último trimestre de 2022, ha descendido en los primeros meses de este año hasta valores más moderados, pertenecientes a un nivel de riesgo medio. Así, el nivel de estrés mostró una tendencia a la baja entre diciembre y principios de marzo desde un valor de 0,54 hasta 0,33. En ese momento, el indicador experimentó un repunte temporal y alcanzó un valor de 0,42, continuando, en un nivel medio de riesgo. Este aumento fue consecuencia de las turbulencias relacionadas con la quiebra del Silicon Valley Bank⁸ y la adquisición del banco suizo Credit Suisse por UBS, que provocaron, en primer lugar, un descenso de los precios y un incremento de la volatilidad en los valores de las entidades bancarias para posteriormente dar lugar a un estrés mayor en otros segmentos del sistema, sobre todo en los mercados de renta variable y de tipos de cambio. A partir de finales de marzo, el descenso de los indicadores de volatilidad permitió una disminución del indicador de estrés, que se ha mantenido estable alrededor de 0,37 hasta la fecha de cierre de este informe (véase gráfico 5).

8 Los bancos que presentaron dificultades en EE. UU. fueron Silvergate Bank, SVB, Signature Bank y First Republic Bank.

A principios de abril, los niveles de estrés más altos se registraban en los dos segmentos de renta fija (mercado monetario y bonos) e intermediarios financieros. Así, el estrés en el mercado monetario se situaba ligeramente por encima de 0,60, condicionado sobre todo, por la tendencia alcista del Euribor a 3 meses, mientras que en el mercado de bonos sucedía lo mismo con los tipos de interés del bono soberano a 10 años. No obstante, en este último segmento la tendencia a la baja de la rentabilidad del bono desde principios de marzo ha permitido que su estrés haya descendido por debajo de 0,60 en abril. En el caso del segmento de intermediarios financieros, el aumento de las cotizaciones de las entidades bancarias después de las mencionadas turbulencias de marzo dio lugar a niveles de estrés por debajo también de 0,60.

Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

GRÁFICO 5



Fuente: CNMV.

3.1 Los mercados bursátiles

Todos los índices de los grandes mercados internacionales experimentaron revalorizaciones en el primer trimestre del año, con la excepción de algún índice latinoamericano, como el brasileño Bovespa, y algunos índices del sudeste asiático. Los avances fueron más intensos en el caso de los índices europeos, aunque vinieron acompañados de incrementos en los niveles de volatilidad.

Los avances de los índices europeos fueron mayores que los de los estadounidenses, un comportamiento que, en parte, puede explicarse por las diferencias en el tono y las expectativas sobre la política monetaria en ambas áreas económicas. El menor avance de los índices estadounidenses en las primeras semanas del año se atribuye a la expectativa de que el endurecimiento de la política monetaria iba a seguir siendo más rápido e intenso en EE. UU. que en la zona euro, tal y como había sucedido a lo largo de 2022. Ahora bien, los episodios de crisis de varias entidades bancarias y las dudas en torno a los efectos en el sector bancario de aquel país detuvieron esta tendencia. En EE. UU. los índices bursátiles presentaron avances que oscilaron entre el 0,4 % del Dow Jones (con mayor peso de las entidades financieras) y el 16,8 % del Nasdaq (7 % en el S&P 500). Por su parte, en la zona euro los avances oscilaron entre el 10,4 % del Euronext 100 y el 14,4 % del italiano Mib 30. El índice español Ibex 35 y el alemán Dax 30 registraron una revalorización similar (12,2 %). El índice británico FTSE 100 avanzó únicamente un 2,4 %, mientras que los japoneses Nikkei 225 y Topix se revalorizaron un 7,5 % y un 5,9 %, respectivamente.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹

CUADRO 5

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

Fuente: Refinitiv Datastream.

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

Entre los índices bursátiles de las economías emergentes el comportamiento fue más heterogéneo. Destacó el signo mixto en los principales índices tanto de las economías latinoamericanas como del sudeste asiático, entre las que destacaron las alzas de los índices de las bolsas de México y Argentina⁹, así como del índice chino Shanghai Composite¹⁰, y las caídas del índice de la bolsa de Brasil¹¹ y de la India. El principal índice de la bolsa rusa avanzó un 2,7 % en el primer trimestre tras caer más de un 39 % en 2022.

Los mercados de renta variable españoles, que finalizaron el año 2022 con avances en las cotizaciones, iniciaron el ejercicio con nuevas alzas siguiendo la estela de los principales mercados europeos. El balance trimestral se sitúa en línea con el de los principales mercados de valores europeos y se explica por un comportamiento de la economía mejor del esperado y por la perspectiva de que el ritmo de endu-recimiento de la política monetaria podría ser más lento del previsto, a pesar de que persisten las tensiones en la inflación subyacente¹². Las dudas generadas en marzo sobre la evolución de algunas entidades financieras europeas atenuaron las ganancias del trimestre.

En España, el Ibex 35, que retrocedió un 5,6 % en 2022, se revalorizó un 12,2 % durante el primer trimestre, lo que le permitió compensar todas las pérdidas del ejercicio anterior. El Ibex 35 se situó por encima de 9.200 puntos al cierre de marzo, recuperando los niveles registrados antes del estallido de la pandemia. El buen comportamiento del índice se extendió también al de las compañías más pequeñas (11,9 %), mientras que las compañías de mediana capitalización presentaron un avance más discreto (7,1 %). Asimismo, los índices representativos de valores latinoamericanos que cotizan en euros, FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top, mostraron ligeros retrocesos (2,8 % y 4,5 %, respectivamente) pues el buen comportamiento de las divisas¹³ y de algunos mercados de valores latinoamericanos fue insuficiente para compensar el retroceso de los precios del mercado de valores brasileño.

La mayoría de los sectores finalizaron el trimestre con avances, favorecidos por el buen comportamiento del consumo, la evolución de los beneficios empresariales y la moderación de los precios de la energía. La intensidad de los avances fue heterogénea entre compañías y sectores en función de las perspectivas y las incertidumbres asociadas a cada uno de ellos. De hecho, el sector inmobiliario en su conjunto presentó pérdidas en el primer trimestre, al verse afectado con más intensidad por el fuerte aumento de los tipos de interés (véase cuadro 6).

9 Los índices BMV IPC y Merval de las bolsas de México y Argentina avanzaron un 11,8 % y 21,8 %, respectivamente.

10 El índice chino Shanghai Composite avanzó un 5,9 % en el primer trimestre del año, mientras que los principales índices de los mercados de Corea del Sur, Hong Kong, Singapur y Taiwán lo hicieron un 10,8 %, un 3,1 %, un 0,2 % y un 12,2 %, respectivamente.

11 El principal índice del mercado de valores de Brasil, Bovespa, retrocedió un 7,2 %.

12 Véase la sección «Entorno macroeconómico».

13 En el primer trimestre del año el real brasileño se apreció un 3 % respecto al euro, mientras que el peso mexicano lo hizo un 6,7 %.

Rentabilidad de los índices y sectores del mercado bursátil español

CUADRO 6

Índices	2020	2021	2022	I 22 ¹	II 22 ¹	III 22 ¹	IV 22 ¹	I 23 ¹
Ibex 35	-15,5	7,9	-5,6	-3,1	-4,1	-9,0	11,7	12,2
Madrid	-15,4	7,1	-4,8	-2,3	-4,0	-9,3	12,0	11,8
Ibex Medium Cap	-9,7	8,6	-7,4	-5,9	-1,5	-8,3	9,1	7,1
Ibex Small Cap	18,9	1,8	-12,8	3,1	-6,1	-15,3	6,2	11,9
FTSE Latibex All-Share	-22,0	5,8	10,7	-16,3	-16,3	1,4	-1,7	-2,8
FTSE Latibex Top	-19,1	13,5	7,8	-14,5	-14,5	0,5	-0,5	-4,5
Sectores²								
Servicios financieros	-26,4	20,3	7,9	6,3	-10,0	-4,0	17,3	13,3
Banca	-27,5	20,7	9,0	6,8	-10,2	-3,4	17,7	13,9
Seguros	-23,6	7,3	-8,3	-2,7	-5,8	-11,6	13,3	0,2
Petróleo y energía	5,0	-1,6	5,2	-1,1	2,3	-8,5	13,6	4,0
Petróleo	-40,8	26,5	42,3	14,3	17,8	-16,0	25,8	-4,5
Electricidad y gas	14,2	-4,2	-1,0	-4,1	-0,9	-6,8	11,7	6,0
Mat. básicos, industria y construcción	-2,5	9,3	-11,3	-10,2	-3,0	-4,7	6,9	10,1
Construcción	-16,3	15,2	-4,3	-5,8	-1,7	-1,8	5,2	9,8
Fabricación y montaje de bienes de equipo	50,7	-20,4	-13,8	-19,4	6,2	-4,3	5,2	6,5
Minerales, metales y transformación de productos metálicos	-0,1	28,7	-14,2	-10,6	-6,2	-10,1	13,7	10,2
Ingeniería y otros	-6,1	29,2	-46,3	-19,2	-21,8	-17,4	2,8	13,0
Tecnología y telecomunicaciones	-21,9	9,0	-22,8	-0,5	-4,1	-19,4	0,5	19,9
Telecomunicaciones y otros	-25,8	15,7	-25,7	-0,8	-0,7	-23,8	-1,0	16,4
Electrónica y <i>software</i>	-18,8	1,2	-17,0	-0,1	-10,3	-10,3	3,1	26,2
Bienes de consumo	-15,3	0,9	-17,0	6,3	-10,3	14,3	16,4	16,4
Textil, vestido y calzado	-17,3	9,5	-14,2	9,1	-1,4	16,8	24,3	24,3
Alimentación y bebidas	10,6	-1,6	-12,9	-0,2	-0,7	6,0	9,2	9,2
Productos farmacéuticos y biotecnología	-18,3	-17,9	-0,7	2,4	-33,6	6,8	-13,2	-13,2
Servicios de consumo	-36,7	-1,9	-15,9	3,3	-19,0	-13,0	15,6	21,8
Ocio, turismo y hostelería	-27,8	27,5	-35,7	-3,6	-18,3	-19,3	1,1	26,2
Transporte y distribución	-38,8	-2,6	-13,7	4,2	-19,9	-11,7	17,1	22,8
Servicios inmobiliarios	-32,1	13,0	-16,0	5,6	-14,5	-15,5	10,2	-4,2

Fuente: BME y Refinitiv Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

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

Los avances más significativos correspondieron a las compañías de servicios y bienes de consumo, así como a las de los sectores de tecnología y telecomunicaciones y de servicios financieros, favorecidas por el buen comportamiento de la demanda de bienes y servicios de consumo, así como por el alza de los tipos de interés. En el caso de los sectores de servicios y bienes de consumo, destacó el buen

comportamiento de las compañías del subsector del turismo, el ocio y la hostelería, así como el aumento de la cotización de la compañía textil Inditex. Además, también fueron notables las revalorizaciones de las compañías de tecnología y telecomunicaciones gracias a la recuperación de la cotización de Amadeus, que se vio favorecida por el buen comportamiento del sector turístico, así como de las operadoras de telecomunicaciones. Asimismo, a pesar de las importantes caídas tras el rescate del Silicon Valley Bank y la compra de Credit Suisse, los bancos siguieron acumulando revalorizaciones, beneficiados por el escenario alcista de los tipos de interés, que repercutió positivamente en sus márgenes de intereses.

En el terreno de las pérdidas, el peor comportamiento correspondió, como ya se ha señalado, al sector inmobiliario, que acusa la menor demanda y el ajuste en las valoraciones por el alza de los tipos de interés, así como a las compañías petrolíferas y las del sector farmacéutico. Estas últimas se ven afectadas por la caída de la demanda y las perspectivas de ralentización del crecimiento del sector una vez superada la pandemia, mientras que las compañías petrolíferas reflejaron el descenso de los precios del petróleo en los últimos meses¹⁴.

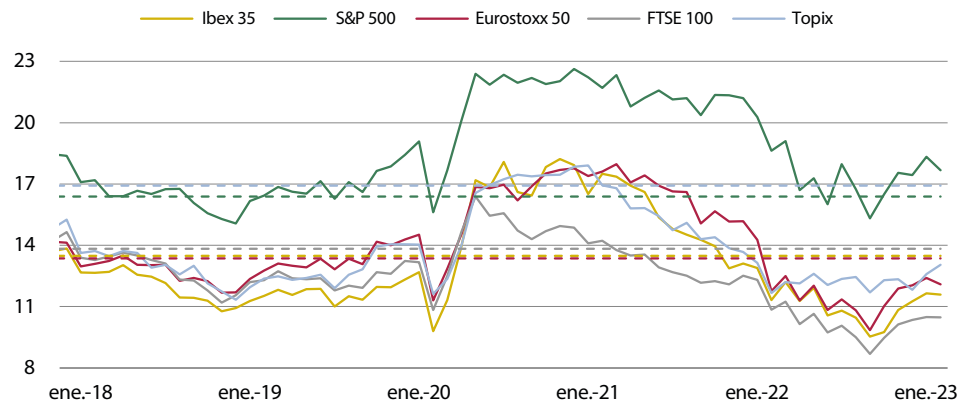
La ratio entre el precio y los beneficios esperados por acción (PER) de los principales índices de renta variable aumentó ligeramente en el primer trimestre con respecto a mediados de diciembre de 2022 (véase gráfico 6). El incremento de las cotizaciones en el primer trimestre, junto con el crecimiento similar de los beneficios empresariales esperados para los próximos meses, permitieron que la ratio PER experimentase un aumento muy leve. El valor de esta ratio en el caso del Ibx 35 aumentó desde 10,8 a mediados de diciembre de 2022 hasta 11,6 en marzo, y permanece por debajo del valor alcanzado por el indicador del índice Eurostoxx 50. Como muestra el gráfico 6, las ratios PER de los índices bursátiles internacionales más relevantes presentaron una evolución similar en el trimestre, si bien en el caso del español Ibx 35 y el japonés Topix el incremento fue más significativo. Asimismo, se mantienen por debajo de sus valores medios alcanzados durante la última década, con la excepción, como suele ser habitual, del índice estadounidense S&P 500.

La volatilidad histórica del Ibx 35, que se había mantenido en niveles reducidos en la última parte de 2022 y los primeros meses de 2023, fue incrementándose en marzo hasta alcanzar valores cercanos al 30 %. La volatilidad media del primer trimestre (15,8 %) fue parecida a la del trimestre previo (16,3 %), pero se sitúa por debajo del valor medio anual de 2022 (18,4 %). Este comportamiento alcista de la volatilidad a lo largo del mes de marzo también se observó en otros índices internacionales, pero fue más relevante en los europeos por el temor a que los problemas de Credit Suisse acabasen contagiando a alguna entidad financiera europea de tamaño medio o grande. Así, la volatilidad del índice europeo Eurostoxx 50 se elevó en torno a 10 p.p. en la segunda mitad de marzo, hasta situarse en el 25 %, su valor más elevado de los últimos meses.

14 El precio del petróleo acumuló un retroceso del 7,1 % en el primer trimestre, hasta situarse en torno a 80 dólares por barril, aunque a lo largo del trimestre las caídas llegaron a superar el 15 %.

Ratio precio-beneficios¹ (PER)

GRÁFICO 6

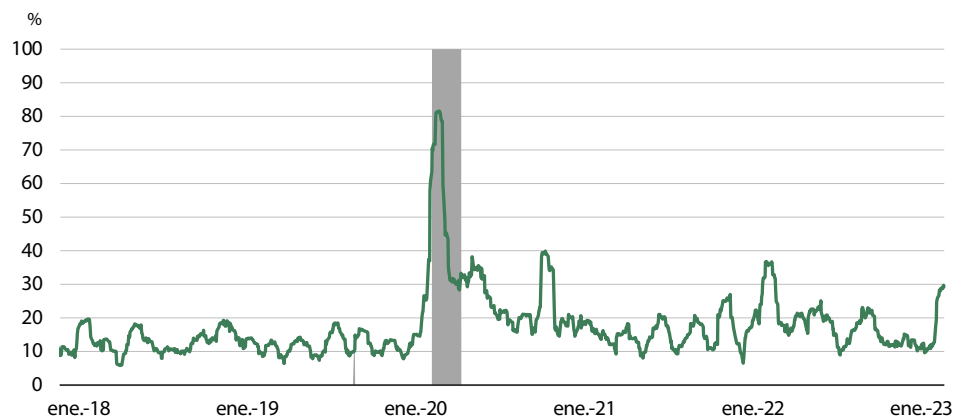


Fuente: Refinitiv Datastream. Datos hasta el 15 de marzo. Las líneas discontinuas representan la media histórica del indicador desde 2000.

1 Con beneficios previstos a 12 meses.

Volatilidad histórica del Ibx 35

GRÁFICO 7



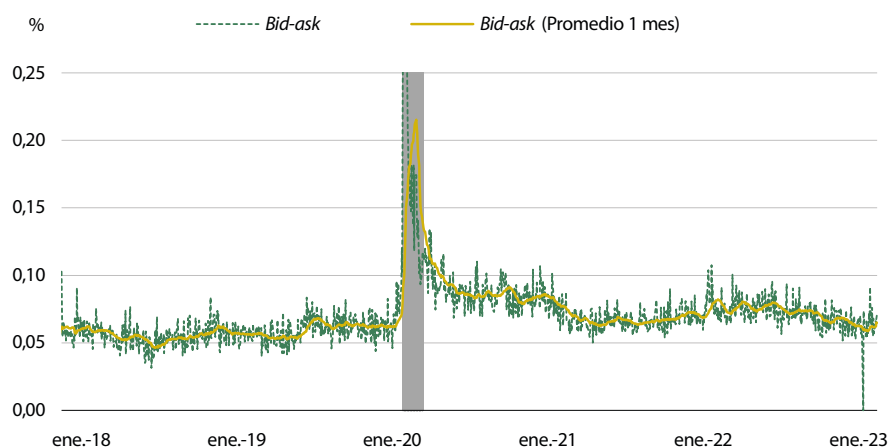
Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia. El indicador se calcula como la desviación típica anualizada de las variaciones diarias de precios del Ibx 35 de 21 días. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de las restricciones a la operativa en corto: la primera por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

Actividad: contratación, emisiones y liquidez

Las condiciones de liquidez del Ibx 35 —estimadas a través del diferencial de compraventa (*bid-ask spread*)— mejoraron ligeramente en los primeros meses de 2023 y se mantienen en niveles satisfactorios. El incremento trimestral del volumen negociado, así como unos niveles de volatilidad relativamente bajos durante la mayor parte del trimestre, permitieron que el *spread* experimentase un leve descenso en el trimestre hasta situarse en promedio en el 0,063 %, por debajo de la media de los 2 últimos trimestres (0,076 % y 0,069 % en el tercero y cuarto de 2022, respectivamente), y manteniéndose por debajo de la media histórica del indicador (0,09 %) (véase gráfico 8).

Liquidez del Ibex 35. Bid-ask spread

GRÁFICO 8



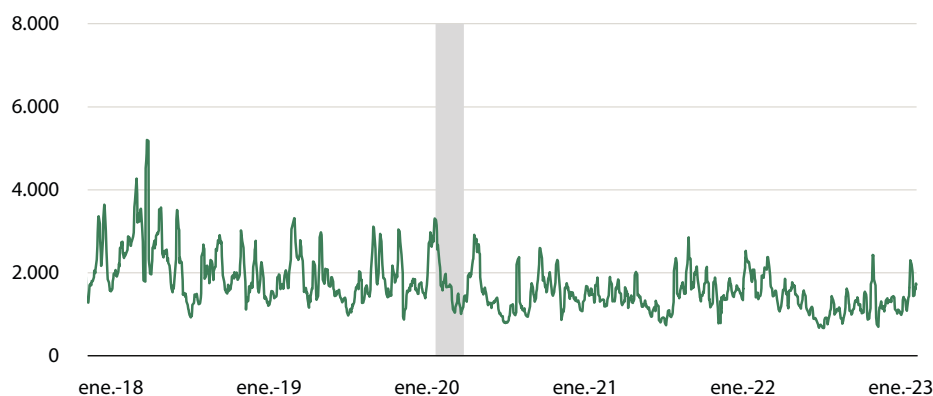
Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia. Se presenta información sobre el *bid-ask spread* del Ibex 35 y el promedio del último mes. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de las restricciones a la operativa en corto: la primera por 1 día, que afectó a 69 entidades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

En este contexto de volatilidad media contenida y avances en las cotizaciones, la contratación de renta variable española se situó en 188.170 millones de euros en el primer trimestre del año, por encima de la negociación de los 2 trimestres anteriores. Sin embargo, en términos interanuales este volumen experimenta un descenso del 15,3 % que, en parte, se explica por el aumento de la negociación que se produjo en las sesiones cercanas al inicio de la invasión rusa de Ucrania en 2022. La contratación media diaria del mercado continuo entre enero y marzo de 2023 se situó en 1.357 millones de euros, una cifra superior a la del trimestre previo pero un 20,1 % inferior en términos interanuales.

Contratación diaria del mercado bursátil español

GRÁFICO 9

Millones de euros



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

El volumen de contratación aumentó con relación al trimestre anterior tanto en el mercado de BME como en los centros de negociación y mercados competidores. Sin embargo, en estos últimos lo hizo a un ritmo mayor, lo que propició un descenso de la cuota de mercado de BME hasta el 46,8 %¹⁵. Este porcentaje se calcula respecto a la contratación total sujeta a reglas de mercado no discrecionales. La contratación efectuada en BME fue de 87.333 millones de euros (un 11,9 % más), mientras que la de los centros de contratación competidores alcanzó 100.836 millones de euros (un 24,3 % más). La cuota de mercado de BME lleva 5 trimestres consecutivos ligeramente por debajo del 50 %.

Dentro de la composición de la negociación efectuada en los mercados y centros competidores, siguió destacando en valor absoluto el mercado Cboe Global Markets (Cboe). Este mercado, que opera desde Ámsterdam, sigue manteniendo su posición de liderazgo, al superar su contratación los 73.000 millones de euros en el trimestre (lo que representa más del 72 % de la negociación en el exterior y casi el 84 % de lo contratado en BME). Sin embargo, perdió cuota de mercado en beneficio de otros centros competidores que mejoraron la suya hasta el 22,1 %. Por su parte, Turquoise se mantiene sin apenas cambios en el 5,2 %.

Asimismo, la negociación efectuada por los internalizadores sistemáticos se situó en torno al 6 % de la negociación total de los valores españoles. Este porcentaje, que se estima tomando como negociación total la suma de aquella sujeta a reglas de mercado no discrecionales y la realizada por internalizadores sistemáticos, se mantiene en valores similares a los alcanzados en los trimestres anteriores. De este modo, parece haberse detenido la tendencia a la baja que se observó en esta modalidad de negociación a lo largo de 2021 y del primer semestre de 2022, y que representaba un avance claro en el cumplimiento de uno de los objetivos de la regulación MiFID II, consistente en desplazar parte de la negociación de los valores de renta variable hacia centros de negociación multilateral en los que se contratase bajo reglas de mercado no discrecionales.

El volumen de emisiones de renta variable en los mercados financieros internacionales, que se redujo un 65 % en el conjunto de 2022 hasta cerca de 525.000 millones de dólares, siguió cayendo en el primer trimestre de 2023, pero de forma más leve (véase gráfico 10). El importe de estas emisiones fue de 140.600 millones de dólares en el trimestre, un 4,3 % por debajo de la cifra del primer trimestre de 2022 (147.000 millones). Se observó un comportamiento heterogéneo entre las diferentes regiones, con avances en las emisiones en EE. UU., Europa y Japón hasta importes de 31.100 millones, 29.800 millones y 11.700 millones, respectivamente, y descensos en China y en el resto del mundo. Por sectores, los descensos más leves se registraron —en términos relativos— en las emisiones de las compañías industriales (-2,7 %, hasta 102.300 millones de dólares) y en los bancos (-4,8 %, hasta 13.500 millones) y tuvieron más intensidad en las entidades financieras no bancarias (-32,6 %, hasta 16.400 millones).

15 La cuota de mercado de BME alcanzó en el cuarto trimestre de 2022 el 49,5 % de la negociación total sujeta a reglas de mercado no discrecionales, mientras que en el conjunto del ejercicio se situó en el 48 %. Asimismo, una estimación alternativa de la cuota de BME en la negociación, publicada por BME y estimada por Liquidmetrix, sitúa dicha proporción en el primer trimestre del ejercicio en el 65,6 %.

Contratación de renta variable española admitida en bolsas españolas¹

CUADRO 7

Importes en millones de euros

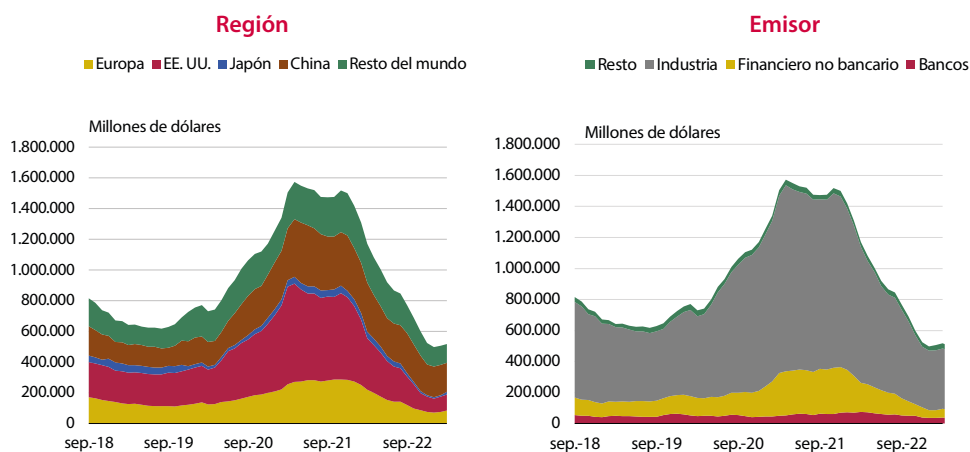
	2019	2020	2021	2022	III 22	IV 22	I 23
Total	805.833,0	780.343,5	690.205,8	738.361,6	148.635,1	159.231,7	188.170,4
Admitida en SIBE	805.826,6	778.341,0	690.198,4	738.353,3	148.634,3	159.229,7	188.169,4
BME	460.267,4	418.512,6	365.170,2	351.801,8	67.831,3	78.076,5	87.332,8
Cboe Equities ²	256.772,5	275.682,4	238.466,3	297.465,9	58.949,3	64.050,1	73.290,9
Turquoise	30.550,6	23.242,2	23.101,3	19.474,6	4.446,6	4.289,1	5.244,7
Otros	58.236,1	62.903,8	63.460,6	69.611,0	17.407,0	12.814,0	22.301,0
Corros	6,2	2,5	7,4	8,3	0,8	2,0	1,0
Segundo mercado	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria							
Contratación en BME de RV extranjera	3.480,5	4.273,8	4.236,0	4.770,9	660,4	674,6	885,9
BME MTF Equity ³	4.007,7	3.929,0	3.536,5	3.837,3	759,0	1.160,7	996,8
Latibex	136,6	79,5	48,8	93,4	21,5	27,2	28,9
ETF	1.718,0	2.551,4	1.549,0	1.604,8	328,5	291,0	374,5
Total contratación BME	469.616,6	429.348,5	374.655,6	362.116,5	69.601,5	80.231,9	89.619,8
% RV española en BME respecto al total RV española	57,4	53,9	53,3	48,8	46,0	49,5	46,8
Internalizadores sistemáticos⁴	141.308,3	144.694,4	48.469,9	42.059,5	9.187,6	10.835,2	11.897,0

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

- Incluye la negociación de renta variable española sujeta a reglas de mercado o SMN (*lit más dark*). La renta variable española en bolsas españolas es aquella con ISIN español que está admitida a negociación en el mercado regulado de BME, por lo que no incluye el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), actualmente BME MTF Equity. La renta variable extranjera es aquella admitida a negociación en el mercado regulado de BME cuyo ISIN no es español.
- Incluye la negociación que hasta 2020 se realizaba en Chi-X y BATS, que desde enero de 2021 se ha trasladado a Ámsterdam como consecuencia del brexit.
- Hasta septiembre de 2020 se denominaba MAB. Este SMN tiene tres segmentos: BME Growth (en el que cotizan las empresas en expansión y las SOCIMI), BME IIC (en el que cotizan las SICAV y las sociedades de inversión libre) y BME ECR (en el que cotizan las entidades de capital riesgo).
- Datos estimados por la CNMV con información de *transaction reporting*.

Emisiones internacionales de renta variable

GRÁFICO 10



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

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta

CUADRO 8

	2020	2021	2022	II 22	III 22	IV 22	I 23
Número de emisores¹							
Total	28	34	27	10	9	12	6
Ampliaciones de capital	28	33	27	10	9	12	6
Ofertas públicas de suscripción de valores	1	1	1	0	1	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0	1	0	0	0	0	0
Número de emisores¹							
Total	40	52	56	12	9	25	9
Ampliaciones de capital	40	51	56	12	9	25	9
Ofertas públicas de suscripción de valores	1	1	1	0	1	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones ² (OPV)	0	1	1	0	0	0	0
Importe efectivo¹ (millones de euros)							
Ampliaciones de capital con captación de recursos	8.903,1	13.673,0	3.186,4	354,1	312,3	1.573,8	13,9
Con derecho de suscripción preferente	6.837,2	7.060,4	254,2	254,2	0,0	0,0	0,0
Sin derecho de suscripción preferente	150,1	100,0	200	0,0	200,0	0,0	0,0
Colocaciones aceleradas	750,0	0,0	913,5	82,5	90,0	0,0	0,0
Ampliación con contrapartida no monetaria ³	233,0	3.525,3	1.381,2	0,0	10,0	1.363,8	1,9
Ampliaciones de capital por conversión	162,4	109,5	81,6	3,1	2,0	76,5	12,0
Otras	770,3	2.878,1	355,9	14,3	20,3	133,6	0,0
Ampliaciones de capital liberadas⁴	1.949,0	1.264,9	1.503,0	347,8	694,6	37,9	1.025,6
De las cuales dividendo elección	1.949,0	1.243,6	1.501,5	347,8	694,6	36,4	1.025,6
Total ampliaciones de capital	10.852,1	14.938,1	4.689,4	701,9	1.006,8	1.611,7	1.039,5
Ofertas públicas de venta	0,0	2.200,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria: operaciones en el MAB⁵							
Número de emisores	9	44	44	13	13	13	10
Número de emisiones	14	77	88	26	26	18	27
Importe efectivo (millones de euros)	238,5	2.441,0	2.329,5	615,2	643,0	724,3	83,9
Ampliaciones de capital	238,5	2.441,0	2.329,5	615,2	643,0	724,3	83,9
De ellas, mediante OPS	173,5	1.654,0	1.487,1	190,7	399,3	399,3	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuente: BME y elaboración propia.

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

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

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

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

5 Operaciones no registradas en la CNMV.

Las emisiones de renta variable realizadas en los mercados nacionales se situaron en 1.039 millones de euros en el primer trimestre, un 43 % menos que hace 1 año. Esta cifra prolonga la tendencia a la baja en los mercados primarios de acciones que se observa desde hace casi 2 años. La práctica totalidad de las ampliaciones de capital correspondieron a operaciones bajo el formato de dividendo elección destinadas a la remuneración de los accionistas de grandes compañías, mientras que las ampliaciones con captación de recursos se situaron en cifras testimoniales.

Ninguna compañía se incorporó al mercado continuo ni tampoco tuvo lugar ninguna oferta pública de venta de acciones (OPV) en el primer trimestre del año. El contexto de incertidumbre de las empresas puede estar retrasando las decisiones de aquellas que habían mostrado en el pasado su interés por salir a cotizar en bolsa. Por otro lado, en BME Growth se anunció la incorporación en la segunda mitad de abril de la compañía de energías renovables Grupo Greening.

Efectos de la implantación del impuesto sobre transacciones financieras en los mercados de acciones españolas

RECUADRO 1

La CNMV publicó, a principios de marzo, un estudio de autor firmado por Ramiro Losada y Albert Martínez, del Departamento de Estudios y Estadísticas sobre los efectos de la implantación del impuesto sobre transacciones financieras (ITF) en los mercados financieros españoles¹. El impuesto, que entró en vigor el 16 de enero de 2021, grava con un tipo impositivo del 0,2 % la adquisición de acciones admitidas a negociación en un mercado regulado o equivalente, con independencia de cómo se realice la negociación (puede llevarse a cabo en un mercado bajo la regulación MiFID o puede ser extrabursátil [*over the counter* u OTC]). El diseño del impuesto excluye la negociación intradía y se contemplan algunos tipos de transacciones exentas. Además, el ITF solo se aplica a las acciones cuyos emisores tienen una capitalización bursátil que supere los 1.000 millones de euros el día 1 de diciembre del ejercicio anterior.

El estudio elaborado emplea una metodología similar a la utilizada en estudios realizados para otros mercados en los que se han introducido impuestos similares, por lo que pretende contribuir a la literatura académica existente en torno a la aplicación de estos impuestos. Con el fin de evaluar el efecto de la introducción del ITF sobre las acciones españolas en los mercados secundarios, se han analizado varias dimensiones de la liquidez (medida a través de la horquilla *bid-ask* y de la ratio de Amihud²), la volatilidad (tanto intradía como histórica) y el volumen de negociación de los mercados secundarios en los que se negocian acciones españolas.

En el estudio se utilizan dos metodologías, de diferencias en diferencias y de regresión discontinua, para captar dos tipos de efectos. En la primera se analiza el impacto de la introducción del impuesto comparando la evolución de las variables sujetas al impuesto en España con aquellas de otros países, de características similares, y no sometidas al impuesto. En este caso se han utilizado datos de volumen y precios de las acciones de cinco países: España, Alemania, Holanda, Portugal y Austria. El periodo de análisis comienza el 10 de febrero de 2019 y finaliza el 23 de diciembre de 2021, y se excluyen los valores que tienen una capitalización inferior a

1.000 millones de euros. Siguiendo la segunda metodología se compara la evolución de las variables vinculadas a la negociación de las acciones de las sociedades españolas sujetas al impuesto con las de aquellas que no lo están. En este caso se restringe la muestra a aquellas observaciones de valores españoles que se sitúan más cerca del umbral de capitalización (cerca de 1.000 millones de euros) y más próximas a la fecha en la que se introdujo el impuesto (series temporales acotadas). Esta segunda aproximación permite comprobar los efectos en las observaciones que son más cercanas a ambos umbrales.

Pues bien, los resultados del análisis de diferencias en diferencias revelan que el impuesto apenas tuvo efecto sobre las horquillas *bid-ask*. Sin embargo, se redujo el nivel de negociación de acciones, lo que a su vez originó un ligero deterioro en la liquidez, medida a través de la ratio de Amihud, que aumentó de forma leve en términos absolutos tras la introducción del impuesto. Por su parte, la volatilidad, si bien se incrementó a corto plazo, tendió a disminuir a largo plazo. Esto sucedió tanto para las medidas de volatilidad intradía como para las de volatilidad histórica. Además, los resultados indican que la introducción del impuesto podría haber desplazado parte de la negociación OTC a mercados secundarios MiFID.

Por su parte, los resultados del análisis de regresión discontinua sugieren que la liquidez, medida a través de las horquillas *bid-ask*, la ratio de Amihud y el volumen de negociación, no se vio afectada de forma general para las empresas sujetas al impuesto más cercanas al umbral de capitalización de 1.000 millones de euros. No obstante, en algunos casos se observó un deterioro de la liquidez (aumento de las horquillas *bid-ask* y de la ratio de Amihud a corto plazo y descenso del volumen de negociación a medio plazo). Además, la volatilidad intradía de las acciones de esas sociedades se habría incrementado tras la introducción del impuesto.

En conclusión, el estudio identifica una disminución de la negociación tras la introducción del impuesto, si bien limitada en términos absolutos y con un alcance temporal relativamente corto. También se observa que la introducción del impuesto podría haber supuesto una ligera concentración de la negociación en mercados regulados, al desplazar parte de la negociación OTC a mercados secundarios MiFID. Este resultado era esperable, pues al reducir el volumen total de negociación en las acciones sujetas al impuesto parte de los inversores tratan de concentrar su operativa en los mercados en los que existe una mayor negociación (Beber *et al.*, 2009). Una explicación complementaria podría encontrarse en que en los mercados OTC existe una mayor proporción de inversores institucionales que en los mercados regulados. Estos inversores institucionales tendrían una demanda más elástica, lo que haría que redujeran en mayor proporción su participación en la negociación. Esto traería como consecuencia un mayor peso relativo de los mercados regulados al introducir el impuesto.

La volatilidad, si bien aumentó a corto plazo, tendió a disminuir a largo plazo. El diseño del gravamen podría haber reducido los incentivos de algunos inversores a largo plazo para participar en el mercado, ya que la base imponible se calcula a partir de las adquisiciones netas de acciones realizadas en el día. Al mismo tiempo, no parece que se vieran afectadas las horquillas *bid-ask* de las empresas de mayor capitalización, si bien la ratio de Amihud habría aumentado de forma leve en términos absolutos. En el caso de las acciones de las empresas más cercanas a los 1.000 millones de capitalización, los resultados revelan que tras la introducción del ITF, los indicadores de liquidez se deterioraron a corto plazo (ventana de 40 sesiones), sin que se observaran efectos a medio y largo plazo.

1 Losada, R. y Martínez, A. (2023). *Análisis sobre la implantación del impuesto español sobre transacciones financieras en los mercados de renta variable*. CNMV, Documento de Trabajo n.º 83. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/DT_83_Analisis_ITF.pdf

2 La ratio de Amihud se define como una medida de liquidez que representa la variación en el precio que produce una unidad monetaria negociada.

3.2 Los mercados de renta fija

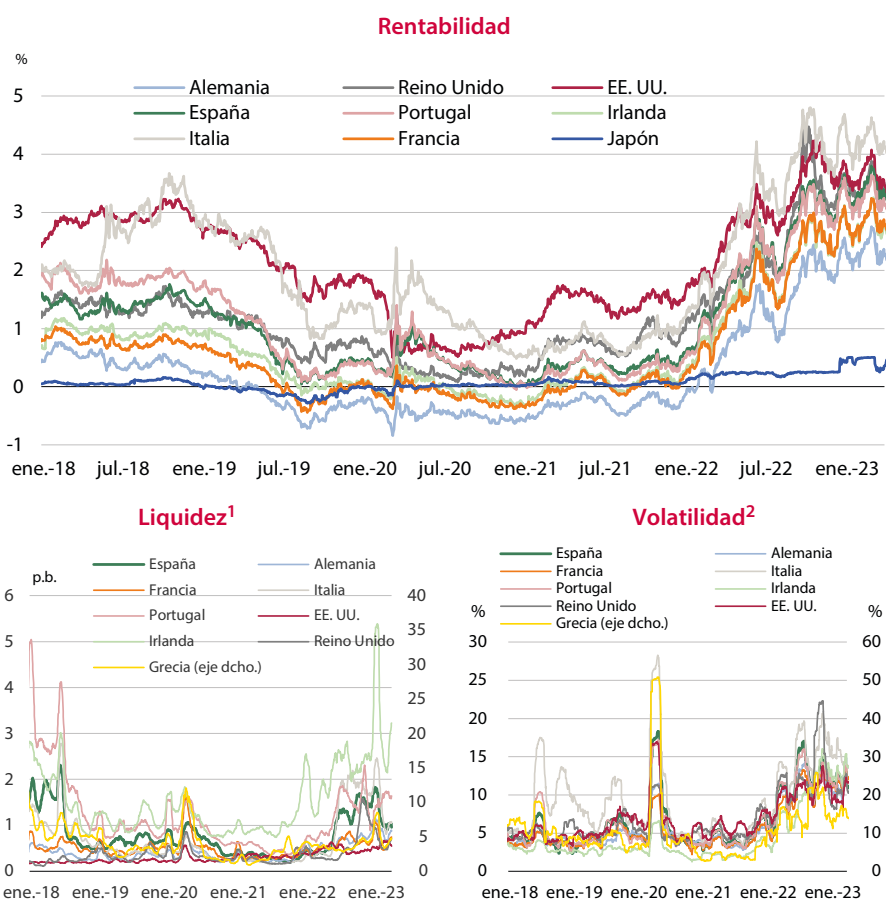
En los mercados de renta fija se observó un aplanamiento de la curva en el primer trimestre del año. En general, las rentabilidades de los activos a plazos más largos presentaron ligeros descensos, mientras que las de los activos a plazos más cortos aumentaron de forma significativa. El descenso de las primeras se explica por la perspectiva de una posible ralentización del ritmo de endurecimiento de la política monetaria, que se acentuó en marzo. En cambio, el aumento de las segundas se producía conforme las subidas de tipos de interés oficiales por parte de los bancos centrales se iban materializando.

Tipos de interés

La rentabilidad del bono soberano a 10 años se moderó en el primer trimestre del año en las principales economías avanzadas. En EE.UU., a pesar de las 2 subidas de tipos por parte de la Reserva Federal, el descenso de los tipos de interés de la deuda pública a 10 años en el primer trimestre del año fue de 28 p.b., hasta el 3,48 %. En esta economía se observa que la curva de tipos se ha invertido, pasando a ser decreciente en los plazos más largos, lo que sugiere un cambio de signo de la política monetaria a medio plazo. Habitualmente, una curva de tipos invertida tiende a asociarse con periodos de recesión en el futuro.

Indicadores del mercado de bonos soberanos a 10 años

GRÁFICO 11



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

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

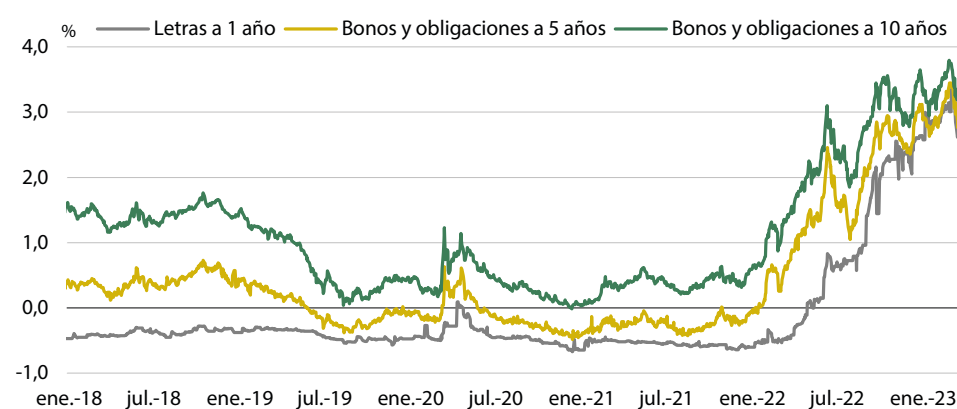
2 Desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios de los bonos soberanos a 40 días.

En los países de la zona euro, las caídas de la rentabilidad del bono soberano a 10 años fueron similares y oscilaron entre los 16 p.b. de Bélgica y los 47 p.b. de Italia. La rentabilidad del bono soberano alemán retrocedió hasta el 2,31 %, mientras que la del de Holanda (2,66 %), Francia (2,82 %), Finlandia (2,88 %), Bélgica (2,97 %) y Austria (2,96 %) se mantuvieron por debajo del 3 %. La deuda de Portugal presentó un rendimiento del 3,16 %, por debajo de la deuda española (3,33 %), mientras que las de Italia (4,12 %) y Grecia (4,25 %) superaron el 4 %. Por otro lado, en el Reino Unido y Japón los tipos se situaron en el 3,49 % y el 0,35 %, respectivamente, con retrocesos de 15 y 10 p.b.

En España, el rendimiento de la deuda a corto plazo volvió a presentar alzas en el primer trimestre tanto para la deuda pública como para la privada. El incremento del rendimiento de la deuda a corto plazo ha sido más intenso en los últimos meses conforme se han ido materializando las subidas de tipos por parte del BCE, de modo que la curva se ha ido aplanando progresivamente. Además, a corto plazo el importe de las reinversiones de las compras de deuda del BCE se irá reduciendo progresivamente¹⁶. Como resultado de ello, los tipos de emisión de las letras del Tesoro en el mercado primario alcanzaron valores en torno al 3 % o superiores en las últimas subastas¹⁷ y su rendimiento medio en marzo en el mercado secundario a 3, 6 y 12 meses se situó en el 2,62 %, el 2,91 % y el 3,02 %, respectivamente, lo que supone un aumento de entre 55 y 113 p.b. respecto de los valores de diciembre (véase cuadro 9).

Tipos de interés de la deuda pública española

GRÁFICO 12



Fuente: Refinitiv Datastream.

El rendimiento de los activos de renta fija privada a corto plazo experimentó un incremento más leve en el primer trimestre del año. Esta tendencia se explica por dos elementos: i) los tipos de interés de la renta fija privada ya habían anticipado en

16 Los programas de compras de deuda PEEP y PSPP concluyeron en junio y julio de 2022, respectivamente. El BCE, que había adquirido deuda pública española en el marco de ambos programas, acumulaba a finales de marzo de 2023 en cada uno de ellos un saldo de deuda de 195.878 y 316.322 millones de euros, respectivamente.

17 El Tesoro adjudicó en las subastas de abril letras a 3, 6, 9 y 12 meses a unos tipos medios del 2,917 %, el 2,994 %, el 3,169 % y el 3,128 %, respectivamente.

trimestre anteriores el endurecimiento de la política monetaria y ii) se observa una gran dispersión en los rendimientos de las emisiones, que se explica por la composición de la muestra de compañías disponible para calcular los promedios. En trimestres anteriores, la muestra contaba con una presencia significativa de pagarés emitidos en el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) por empresas de menor tamaño, que, aunque se financiaban a un coste reducido, presentaban tipos de interés superiores a los de las grandes empresas y elevaban los tipos de interés medios de la muestra. En los datos más recientes, la relevancia de las emisiones de grandes compañías no financieras y bancos es mayor, lo que tiende a reducir los tipos medios de la muestra a pesar de que el contexto general sea de subidas de tipos. Así, los datos para el mercado español muestran que el rendimiento medio de los pagarés en el mercado primario alcanzó en marzo valores que se situaban entre el 0,84 % de la referencia a 3 meses y el 1,85 % de la referencia a 12 meses, niveles solo ligeramente superiores, e incluso inferiores en algún caso, a los existentes a finales de 2022 (véase cuadro 9).

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 9

%

	dic.-20	dic.-21	dic.-22	jun.-22	sep.-22	dic.-22	mar.-23
Letras del Tesoro							
3 meses	-0,70	-0,77	1,49	-0,41	0,50	1,49	2,62
6 meses	-0,59	-0,63	2,16	-0,02	0,96	2,16	2,91
12 meses	-0,63	-0,60	2,47	0,56	1,60	2,47	3,02
Pagarés de empresa²							
3 meses	0,49	0,38	2,27	0,32	0,71	2,27	0,84
6 meses	0,55	0,50	0,98	0,65	1,71	0,98	1,43
12 meses	1,44	0,81	1,46	0,83	2,83	1,46	1,85

Fuente: Refinitiv Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Tipos de interés de emisión.

Rentabilidad de la renta fija a medio y largo plazo¹

CUADRO 10

%

	dic.-20	dic.-21	dic.-22	jun.-22	sep.-22	dic.-22	mar.-23
Renta fija pública							
3 años	-0,53	-0,46	2,54	1,58	2,05	2,54	3,05
5 años	-0,42	-0,18	2,71	1,99	2,35	2,71	3,12
10 años	0,05	0,43	3,18	2,65	3,00	3,18	3,45
Renta fija privada							
3 años	-0,20	0,12	3,07	1,26	2,15	3,07	3,81
5 años	-0,13	0,13	2,93	1,50	1,94	2,93	3,73
10 años	0,41	0,56	3,11	2,35	3,73	3,11	4,43

Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia.

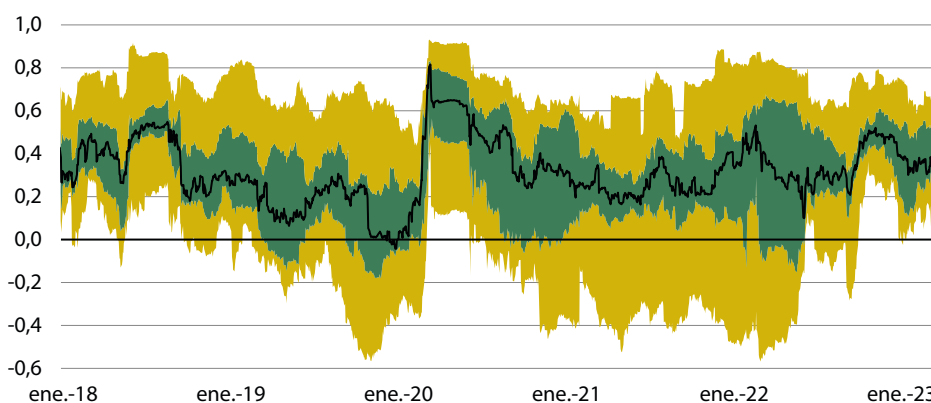
1 Promedio mensual de datos diarios.

Los tipos de la deuda a medio y largo plazo también experimentaron alzas en el trimestre (si se compara la media mensual de marzo de 2023 con la media mensual de diciembre de 2022), aunque más moderadas. Como se observa en el cuadro 10, el rendimiento de la deuda pública española a 3, 5 y 10 años se situó en marzo en el 3,05 %, el 3,12 % y el 3,45 % (de media mensual), respectivamente, lo que supone entre 27 y 51 p.b. más que en diciembre.

El comportamiento de la renta fija privada a largo plazo fue similar, aunque la intensidad de las alzas fue algo mayor en todos los plazos de la curva. El endurecimiento de las condiciones financieras se ha trasladado en mayor medida a los grandes emisores de deuda corporativa, que ahora no cuentan con el apoyo de los programas de compras de deuda del BCE¹⁸, y la reinversión de los vencimientos es parcial. Además, esta presión al alza sobre las rentabilidades es más significativa en el caso de aquellos emisores cuyas emisiones nunca han formado parte del rango de activos elegibles¹⁹ al contar con peor calificación crediticia. Los promedios mensuales de marzo sitúan las rentabilidades de los activos de deuda privada a 3, 5 y 10 años en valores del 3,81 %, el 3,73 % y el 4,43 %, respectivamente, entre 74 y 132 p.b. más que en diciembre, lo que supone una prima de riesgo de entre 61 y 98 p.b. sobre los activos de deuda pública.

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

GRÁFICO 13



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

- 1 El indicador de correlación entre clases de activos recoge pares de correlaciones calculadas con datos diarios en ventanas de 3 meses. Las clases de activos son: deuda soberana, renta fija privada de entidades financieras y no financieras, y valores del Ibex 35 de compañías financieras, de utilities y del resto de sectores.
- 2 A partir del 7 de junio de 2017 se excluye del cálculo de la rentabilidad de la clase de activos correspondientes a renta fija financiera el CDS de la deuda sénior a 5 años del Banco Popular.

18 El programa de compras de deuda corporativa (CSPP, Corporate Sector Purchase Programme) acumulaba hasta finales de marzo un volumen de compras por importe de 341.974 millones de euros (344.119 millones a finales de diciembre de 2022), de los que algo más del 23 % se adquirió en el mercado primario. Asimismo, en la misma fecha acumulaba bonos corporativos por importe de 46.051 millones de euros, adquiridos en el marco del programa PEEP, si bien había dejado de mantener pagarés en cartera.

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

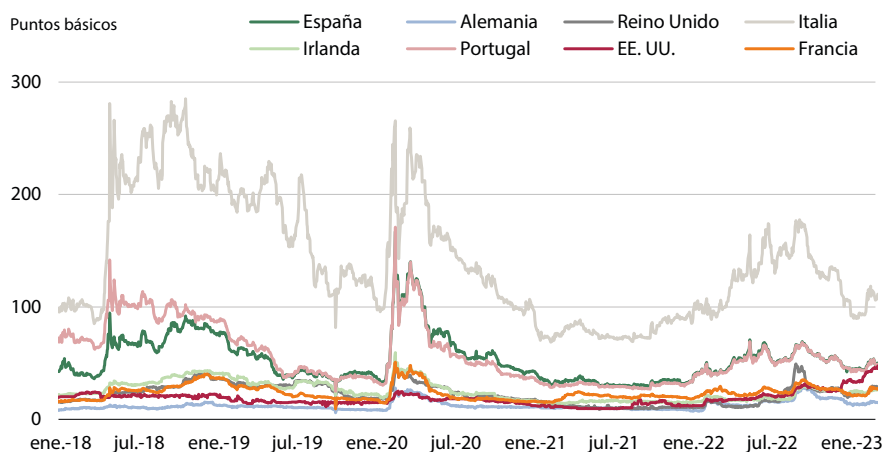
El grado de correlación entre los precios de las diferentes clases de activos financieros presenta un balance a la baja en el primer trimestre del año, a pesar de que en marzo las turbulencias relacionadas con el sector bancario dieron lugar a un ligero aumento (véase gráfico 13). Esta caída en el grado de correlación tiene su origen en la diferente evolución de los activos de deuda y de crédito respecto al precio de las acciones, puesto que los primeros ajustan sus valoraciones conforme aumentan los tipos de interés, mientras que los segundos han subido gracias a la evolución de los beneficios empresariales y al cambio de expectativas sobre la política monetaria.

Primas de riesgo

La evolución de las primas de riesgo de crédito soberano (evaluadas a través de los contratos CDS a 5 años) de las economías avanzadas presentaron signo mixto en el primer trimestre, con descensos en la mayor parte de las economías de la zona euro y alzas en EE. UU. En el caso de EE.UU., se observó una tendencia alcista durante todo el trimestre, que se intensificó tras los episodios de crisis bancaria. En la zona euro, la subida de los tipos de interés no ha dado lugar, por el momento, a incrementos en las primas de riesgo de aquellas economías periféricas más endeudadas, gracias al apoyo de la herramienta TPI²⁰ (*transmisión protection instrument*) del BCE. En Italia y Grecia las primas de riesgo descendieron 26 y 16 p.b. en el trimestre, respectivamente, mientras que en España y Portugal el descenso se limitó a 6 p.b. En Alemania el descenso fue de 4 p.b., mientras que en Francia y en el Reino Unido no se produjeron cambios.

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

GRÁFICO 14



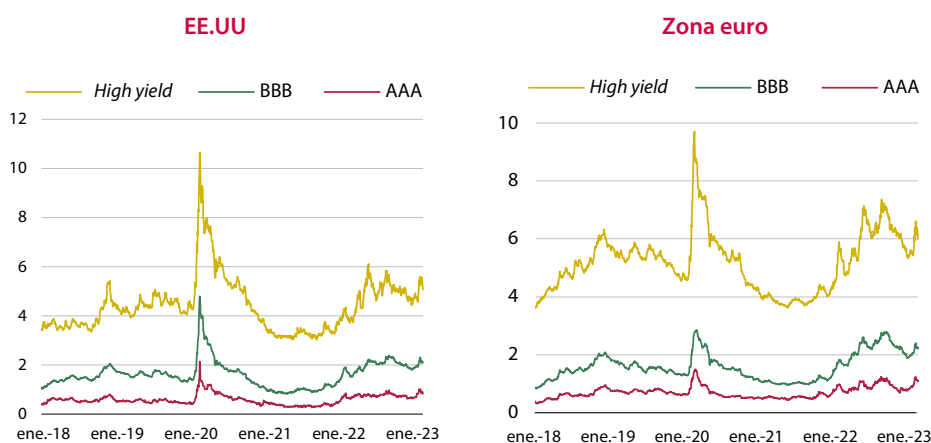
Fuente: Refinitiv Datastream. Datos hasta el 31 de marzo.

20 Esta herramienta, aprobada por el Consejo de Gobierno del BCE del 21 de julio de 2022, está destinada a asegurar una transmisión fluida de la política monetaria a todos los países de la zona euro.

Las primas de riesgo de crédito en los mercados de renta fija privada de las economías avanzadas cerraron el trimestre con pocos cambios, aunque se observó una tendencia descendente en sus primeras semanas y ascendente con posterioridad. En el caso de la deuda *high yield* se apreciaron, incluso, leves descensos en el conjunto del trimestre (8 p.b. en EE. UU. y 3 en la zona euro). Por el contrario, las primas de riesgo de la deuda BBB y AAA presentaron ligeros aumentos, que fueron algo más intensos en la deuda de mayor calidad, lo que podría atribuirse en cierta medida a la desaparición de los programas de compras de deuda corporativa del BCE. Como se observa en el gráfico 15, el incremento del coste de la deuda de las empresas como consecuencia del alza de tipos durante los últimos meses no se ha traducido en un aumento de la percepción de riesgo de las compañías más endeudadas por parte de los inversores, que, por el momento, mantienen los *spreads* de crédito en niveles relativamente contenidos.

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

GRÁFICO 15

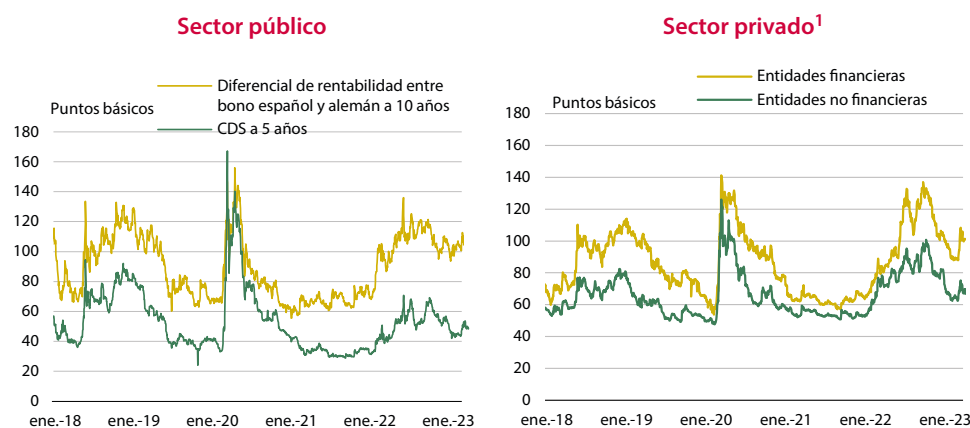


Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 31 de marzo.

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

En España, la prima de riesgo soberano²¹ cerró el trimestre en 101 p.b., algo por debajo de los valores registrados a principios de año (108 p.b.). Esta evolución se muestra en sintonía con la del resto de las economías de nuestro entorno, como ya se comentó al inicio de este epígrafe. Además del apoyo implícito que se deriva de las herramientas disponibles por parte del BCE, la prima de riesgo española se beneficia también de una evolución económica mejor que la esperada y del impacto de la inflación sobre el PIB, que permite mantener e incluso reducir la ratio de endeudamiento de aquellos agentes más endeudados.

²¹ Definido como la diferencia entre el rendimiento de la deuda soberana española y alemana a 10 años.



Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia.

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

Las primas de riesgo de los subsectores privados de la economía española también presentaron ligeros descensos, que fueron más intensos en el caso de las compañías no financieras. Aunque los bancos se benefician del impacto positivo de la subida de los tipos de interés en sus márgenes, sus primas de riesgo, que descendían, se tensionaron con más intensidad en marzo por las ya mencionadas dudas en torno a algunas entidades bancarias. Por su parte, las empresas no financieras, aunque afrontan un incremento importante de sus gastos financieros, se ven favorecidas por la mejora de las perspectivas económicas y la buena evolución de los beneficios empresariales. Como recoge el gráfico 16, el promedio de las primas de los CDS de las entidades financieras se situaba a finales de marzo en 100 p.b., mientras que el de las entidades no financieras alcanzaba 68 p.b., 4 y 14 p.b. menos, respectivamente, que a principios de año.

Emisiones

Las emisiones brutas de deuda a largo plazo efectuadas en los mercados internacionales, que cayeron un 26 % en el conjunto de 2022, disminuyeron un 8,3 % durante el primer trimestre del año²², hasta 6,1 billones de dólares. Como en el caso de la renta variable, los mercados primarios de deuda han seguido mostrando descensos en los primeros meses de 2023, pero mucho más leves que en 2022, y además con diferencias muy importantes entre regiones y sectores. Por regiones, destaca el aumento de las emisiones de renta fija en Europa (un 28,2 %, hasta 1,5 billones de dólares) frente a los descensos en el resto de las áreas económicas analizadas: -18 % en EE. UU., -1,4 % en Japón y -19,5 % en el resto del mundo. Es posible que el aumento de las emisiones de deuda en Europa responda a dos elementos: i) una base de comparación relativamente débil (el primer trimestre de 2022) marcada por el inicio de la guerra de Rusia en Ucrania y su repercusión negativa en los mercados financieros, y ii) un adelanto de las emisiones de deuda por parte de los emisores a los primeros meses de 2023, ante la expectativa de subidas futuras de tipos de interés.

22 Datos semestralizados.

Por sectores, se produjeron descensos en las emisiones de deuda soberana y en las del sector financiero, y avances en las emisiones de las compañías no financieras. Las emisiones brutas de deuda soberana retrocedieron en su conjunto un 11,5 % con respecto al primer semestre de 2022, hasta 3,8 billones de dólares. Esta disminución, que en parte puede responder a las menores necesidades de financiación de las AA. PP. en 2022, no fue homogénea entre regiones. En Europa las emisiones de deuda soberana experimentaron un aumento del 35 %, hasta 738.000 millones de dólares, mientras que en EE. UU. y en Japón presentaron descensos del 21 % y el 7 % respectivamente (véase gráfico 17).

Las emisiones brutas de deuda efectuadas por los sectores privados mostraron un comportamiento mixto. Las emisiones de deuda de las entidades financieras disminuyeron un 14,4 %, hasta 1,26 billones de dólares, mientras que las de las compañías no financieras se incrementaron un 18,8 %, hasta 1 billón de dólares. Como se observa en los paneles inferiores del gráfico 17, la caída de las emisiones de las entidades financieras se produjo en todas las regiones analizadas excepto en Europa, destacando la fuerte disminución en EE. UU. En cambio, el avance de las emisiones de las compañías no financieras tuvo un carácter más general entre las diferentes regiones contempladas y puede encuadrarse en un contexto de desaceleración de la actividad menos intenso y en una estrategia que trata de limitar el coste de emisión de la deuda.

Emisiones netas internacionales de renta fija

GRÁFICO 17



Fuente: Dealogic. Datos semestrales. Los datos del primer semestre de 2023 son hasta el 31 de marzo, pero se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.

Emisiones brutas de renta fija de emisores españoles del sector privado

CUADRO 11

Registradas en la CNMV	2019	2020	2021	2022	2022		2023
					III	IV	I ¹
Importe nominal (millones de euros)	67.390	103.05	80.094	99.108	24.694	18.587	26.039
Cédulas hipotecarias	22.933	22.960	28.700	31.350	6.000	4.050	8.750
Cédulas territoriales	1.300	9.150	5.500	3.540	500	0	750
Bonos y obligaciones no convertibles ⁴	9.101	5.545	3.680	2.249	0	500	1.482
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	0	0	0	0	0	130
Bonos de titulización	16.471	35.081	18.376	20.645	1.359	3.352	3.800
Pagarés de empresa ²	15.085	22.301	20.180	39.525	16.288	9.669	10.447
De titulización	0	0	0	0	0	0	0
Resto de pagarés	15.085	22.292	20.180	39.525	16.288	9.669	10.447
Otras emisiones de renta fija	1.500	6.266	823	0	0	0	3.380
Participaciones preferentes	1.000	1.750	1.625	0	0	0	1.100
Pro memoria:							
Emisiones subordinadas	3.214	14.312	5.727	1.825	345	285	1.651
Emisiones aseguradas	0	0	0	0	0		0
Efectuadas en el exterior					2022		2023
	2019	2020	2021	2022	III	IV	I³
Importe nominal (millones de euros)	100.321	91.966	127.193	112.545	29.956	29.541	26.356
A largo plazo	53.234	46.282	60.089	48.037	13.429	8.432	14.581
Participaciones preferentes	3.070	1.850	3.820	0	0	0	800
Obligaciones subordinadas	1.755	0	1.350	0	0	0	1.068
Bonos y obligaciones	48.409	44.432	58.920	48.037	13.419	8.421	12.702
Bonos de titulización	0	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	47.087	45.713	63.104	64.508	16.537	21.120	11.786
Pagarés de empresa	47.087	45.713	63.104	64.508	16.537	21.120	11.786
De titulización de activos	0	0	0	0	0	0	0
Pro memoria: emisiones brutas de filiales de empresas españolas residentes en el resto del mundo					2022		2023
	2019	2020	2021	2022	III	IV	I³
Importe nominal (millones de euros)	92.342	71.048	69.633	81.225	19.017	18.821	15.672
Instituciones financieras	57.449	42.120	57.132	57.132	13.071	13.603	11.452
Sociedades no financieras	34.893	28.928	24.093	24.093	5.945	5.218	4.220

Fuente: CNMV y Banco de España.

1 Datos hasta el 31 de marzo.

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

3 Datos hasta el 28 de febrero.

4 El registro de la CNMV también incorpora las emisiones de la SAREB (Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria), que, por pertenecer al sector público, no se incluyen en este cuadro. El importe de las emisiones de esta sociedad fue de 25.284 y 8.437 millones de euros en 2022 y el primer trimestre de 2023, respectivamente.

Las emisiones de renta fija registradas en la CNMV por parte de emisores españoles del sector privado se situaron en 26.039 millones de euros, un 32,6 % menos que en el mismo trimestre de 2022. El descenso se explica, en parte, por la comparación con las cifras del primer trimestre de 2022, que, en el contexto de la invasión rusa en Ucrania, se habían incrementado en determinadas tipologías de activos (por ejemplo, en titulaciones). Por el contrario, las emisiones realizadas en el exterior en los 2 primeros meses del año ascendieron a 26.356 millones de euros, casi el doble que las registradas en el mismo periodo de 2022 y por encima de las registradas en España.

Las emisiones de **cédulas hipotecarias, territoriales y titulaciones presentaron caídas significativas, destacando únicamente el crecimiento del volumen emitido de pagarés y de cédulas de internacionalización**. Tanto las emisiones de ambos tipos de cédulas como de titulaciones experimentaron fuertes caídas tanto en términos absolutos como relativos: en el caso de las cédulas, su volumen emitido cayó a casi la mitad y a la cuarta parte, respectivamente, mientras que en el caso de las titulaciones, apenas representó poco más de la cuarta parte de lo emitido en el primer trimestre de 2022. Por su parte, las emisiones de pagarés crecieron un 53 % interanual y parecen seguir beneficiándose de las medidas derivadas de la Ley 5/2021, de 12 de abril, que, entre otras cosas, eximen a los emisores de la obligación de elaboración de folleto para las emisiones de pagarés con un vencimiento inferior a los 365 días, así como de otras adoptadas por la CNMV para simplificar y agilizar los procesos de emisión. Asimismo, destacaron los 3.380 millones emitidos en cédulas de internacionalización, cuya última emisión había sido en 2021.

Las emisiones efectuadas en el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) alcanzaron 3.868 millones de euros en el primer trimestre, un 24,5 % más que en el mismo trimestre de 2022. La mayor parte de esta cifra correspondió a pagarés (97 %), entre los que se encuentran los emitidos por sociedades como Sacyr, MásMóvil o Técnicas Reunidas.

Las emisiones de deuda realizadas por los emisores españoles en el exterior durante los 2 primeros meses del año aumentaron hasta 26.356 millones de euros. A falta de un mes de datos, este importe es casi el doble del observado en el primer trimestre de 2022 y tiene su origen en las emisiones de deuda tanto a largo como a corto plazo. Los grandes emisores modificaron la tendencia observada en los últimos trimestres y volvieron a concentrar sus preferencias de financiación en los plazos más largos, ante el estrechamiento de los tipos entre la deuda a corto-medio y largo plazo, así como a la perspectiva de que los tipos se mantendrán en niveles elevados al menos durante cierto tiempo. Por otro lado, las emisiones de deuda de las filiales de las empresas españolas en el exterior se situaron en 15.672 millones de euros (datos hasta febrero), un 15 % más que en 2022. De este importe, casi tres cuartas partes correspondió a entidades financieras y el resto, a empresas no financieras.

El importe de las emisiones de deuda con criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) de los emisores españoles se situó en 6.001 millones de euros en el primer trimestre (5.341 millones en el mismo periodo del año anterior). La composición de las emisiones realizadas revela un aumento de la importancia relativa de las emisiones con criterios sostenibles o vinculadas a la sostenibilidad en detrimento de los bonos verdes. Asimismo, el número de emisiones realizado este año fue de 11 (6 verdes y 5 sostenibles), 1 más que las registradas en el mismo periodo de 2022. Del

importe total de emisiones, 2.700 millones correspondieron al sector privado (en 6 emisiones realizadas en el exterior excepto 1 de ellas), lo que supone una caída del 32,4 %, y 3.300 millones al sector público²³ (en 5 emisiones realizadas en España excepto 1 de ellas), muy por encima del importe de 2022 (1.341 millones).

En el ámbito de la actividad registrada en los centros de negociación españoles, tanto la contratación realizada en el mercado SEND como en los sistemas organizados de contratación (SOC) creció ligeramente. La negociación en el SEND se situó en 6.046 millones de euros en el primer trimestre del año, un 15 % más, pero muy por debajo de los volúmenes contratados en el ejercicio 2021. Por su parte, la negociación en los 3 SOC autorizados por la CNMV se cifró en 414.197 millones de euros en el primer trimestre, casi un 4 % más que en el mismo periodo de 2022 y más del doble de lo negociado en 2021. De este importe, 112.000 millones de euros correspondieron a deuda pública española. Asimismo, volvió a destacar el volumen negociado por el SOC Tradition Financial Services España, que concentró el 77 % de la negociación total.

4 Los agentes de los mercados

4.1 Vehículos de inversión

IIC de carácter financiero

Fondos de inversión

El patrimonio de los fondos de inversión registrados en España, que experimentó un avance importante en 2021, interrumpió su crecimiento en 2022, con una contracción del 4,1 %, situándose en 324.701 millones de euros a finales de año. Este descenso patrimonial se explica únicamente por la caída del valor de la cartera de inversiones, que tuvo una rentabilidad media ponderada del -8,95 % en el conjunto del ejercicio y fue particularmente negativa en la primera mitad de este. De hecho, en el último trimestre se produjo una revalorización del 1,2 % de los activos totales en cartera. Por lo que se refiere a las nuevas entradas de recursos, las suscripciones netas fueron positivas en todos los trimestres de 2022, con un valor acumulado próximo a 17.000 millones de euros, 8.500 de los cuales correspondieron al cuarto trimestre.

La mayor parte de los flujos inversores fueron destinados a los fondos de renta fija, que experimentaron unas entradas netas de recursos de más de 15.000 millones de euros. También recibieron entradas netas de recursos, aunque a mucha distancia, los fondos de gestión pasiva, con un total de 4.500 millones de euros, más del 90 % de las cuales se produjeron en el cuarto trimestre. En los fondos globales, cuyas suscripciones netas habían superado la cifra de 22.000 millones de euros en 2021,

23 Se trata de cuatro emisiones de diferentes comunidades autónomas y una del Instituto de Crédito Oficial (ICO).

los flujos de inversión netos fueron de 3.800 millones en 2022, mientras que en los fondos garantizados de renta fija ascendieron a algo menos de 3.400 millones²⁴. En el lado opuesto, los mayores reembolsos (en términos netos) correspondieron a los fondos de renta fija mixta, con una salida de recursos de 9.000 millones de euros, de los cuales alrededor de 3.400 millones fueron consecuencia de un cambio de vocación (véase cuadro 12).

El rendimiento de la cartera de los fondos en 2022 fue del -8,95 %, con rentabilidades negativas en los 3 primeros trimestres del año. Como se puede observar en el cuadro 13, todas las categorías obtuvieron un rendimiento negativo en el global del año, con valores que oscilaron entre el -5 % de los fondos de retorno absoluto y el -13,1 % de los de renta variable internacional. A pesar de estos importantes descensos en el conjunto de 2022, en los últimos 3 meses la cartera de los fondos de inversión se revalorizó un 1,2 %, con todas las vocaciones en terreno positivo, excepto en el caso de los fondos garantizados de renta fija, cuya rentabilidad fue del -1,4 %.

Suscripciones netas de los fondos de inversión

CUADRO 12

Millones de euros

	2020	2021	2022	2022			
				I	II	III	IV
Total fondos de inversión	660,3	27.583,3	16.977,9	1.952,9	3.943,9	2.503,9	8.577,2
Rta. fija ¹	2.062,6	7.674,2	15.171,0	3.801,7	4.461,7	1.708,7	5.198,9
Rta. fija mixta ²	2.619,5	6.537,6	-8.999,8	-2.338,6	-5.840,5	743,9	-1.564,6
Rta. vble. mixta ³	1.601,4	-4.179,3	-686,9	132,2	-620,5	-284,2	85,7
Rta. vble. euro ⁴	-2.007,7	13,8	-335,9	-164,4	202,8	-53,0	-321,3
Rta. vble. internacional ⁵	2.633,1	5.260,9	1.782,7	1.402,6	603,8	276,5	-500,2
Gar. rta. fija	-707,4	-1.787,1	3.355,8	-120,6	345,6	933,1	2.197,7
Gar. rta. vble. ⁶	-2.254,2	-2.949,3	-1.409,6	-906,8	-831,3	108,8	219,6
Fondos globales	-1.501,2	22.755,0	3.824,2	378,4	5.158,6	-983,4	-729,4
De gestión pasiva ⁷	-23,8	-2.700,6	4.551,5	-523,0	516,6	412,2	4.145,7
Retorno absoluto	-1.761,9	-3.041,9	-274,9	291,3	-52,8	-358,7	-154,7

Fuente: CNMV.

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

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

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

4 Incluye: renta variable euro.

5 Incluye: renta variable internacional.

6 Incluye: garantía renta variable y garantía parcial.

7 Incluye: IIC de gestión pasiva, IIC que replican un índice e IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.

24 Los fondos garantizados de renta fija llevaban experimentando salidas netas de recursos desde 2013.

La oferta de fondos por parte de las sociedades gestoras aumentó en 2022 hasta 1.452²⁵, después de varios años en los que se había ido produciendo una reducción progresiva. Así, a lo largo del ejercicio el número de vehículos se incrementó en 32, después de producirse 143 altas y 111 bajas. La mayor subida, igual que en 2021, tuvo lugar en los fondos de renta variable internacional, con 32 fondos más, hasta alcanzar una cifra de 339²⁶. También se incrementó con fuerza la oferta de fondos globales y de renta fija, con 28 y 27 más, respectivamente. Por el contrario, los mayores descensos se produjeron en los fondos garantizados de renta variable, con 12 menos que en 2021, año en el que ya habían descendido en 19, y en los de renta fija mixta (10 menos).

El total de IIC que a finales de año se habían acogido a los artículos 8 o 9 del Reglamento europeo sobre divulgación era de 295²⁷, lo que supone un crecimiento de más del 60 % en el número de vehículos en tan solo 1 año. Estos artículos señalan los requisitos en materia de información precontractual que deben satisfacer los productos financieros que promuevan características medioambientales o sociales (artículo 8) y los productos financieros que tengan como objeto inversiones sostenibles (artículo 9). De ellos, la gran mayoría, en concreto 280 (272 fondos de inversión, 2 fondos de inversión libre y 6 SICAV) se habían acogido al artículo 8, mientras que 15 (14 fondos de inversión y 1 fondo de inversión libre) lo habían hecho al artículo 9. Los partícipes de estas instituciones alcanzaron casi los 8 millones y su patrimonio fue de 112.769 millones de euros, lo que representa un 34 % de la inversión total en IIC.

El número de partícipes del sector, por su parte, experimentó un ligero incremento del 1,9 % a lo largo de 2022 y cerró el año con un total de 16,1 millones²⁸. Este aumento, inferior al de ejercicios anteriores, fue consecuencia del buen comportamiento en los 3 primeros meses del año, con casi medio millón de inversores más que a finales de 2021, ya que en los 3 trimestres siguientes se observaron leves descensos en el número de partícipes (-70.000 entre octubre y diciembre). En los fondos de renta variable internacional se produjo el mayor avance, con alrededor de 275.000 partícipes más, seguidos por los fondos de gestión pasiva, con un incremento de 91.000. Los fondos de renta fija también experimentaron un aumento en el número de partícipes, aunque la cifra fue muy inferior a la de años anteriores (63.000 más frente a los 1,3 millones de 2021). Por el contrario, en los fondos de renta fija mixta se produjo el mayor retroceso en el número de partícipes, con un descenso de 243.000 (-16,6 %).

25 Estos fondos se repartían en 1.684 compartimentos.

26 En los últimos 5 años, la oferta de fondos de renta variable internacional ha pasado de 211 a 339.

27 Correspondientes a un total de 304 compartimentos.

28 Hay que tener en cuenta que un mismo partícipe se computa tantas veces como el número de contratos que mantenga en diferentes fondos, por lo que el aumento registrado se podría explicar, en algunas ocasiones, por la diversificación de un mismo inversor en un mayor número de fondos.

Principales magnitudes de los fondos de inversión*

CUADRO 13

Número	2020	2021	2022	2022			
				I	II	III	IV
Total fondos de inversión	1.644	1.611	1.684	1.622	1.625	1.625	1.684
Rta. fija ¹	276	266	293	264	268	274	293
Rta. fija mixta ²	174	181	171	180	175	168	171
Rta. vble. mixta ³	186	192	206	195	198	197	206
Rta. vble. euro ⁴	104	94	86	92	89	85	86
Rta. vble. internacional ⁵	276	307	339	319	328	329	339
Gar. rta. fija	55	43	49	43	42	46	49
Gar. rta. vble. ⁶	133	114	102	111	102	101	102
Fondos globales	248	263	291	275	280	284	291
De gestión pasiva ⁷	118	88	93	81	81	85	93
Retorno absoluto	72	61	54	60	60	54	54
Patrimonio (millones de euros)							
Total fondos de inversión	279.694,5	324.701,0	311.466,4	316.020,4	302.684,2	299.627,1	311.466,4
Rta. fija ¹	81.015,9	88.422,8	98.561,1	90.688,1	92.858,9	93.280,9	98.561,1
Rta. fija mixta ²	43.200,4	50.869,7	37.846,0	46.975,3	39.139,4	39.147,9	37.846,0
Rta. vble. mixta ³	30.432,7	28.141,1	24.247,9	27.072,9	24.638,2	23.812,0	24.247,9
Rta. vble. euro ⁴	7.091,1	8.279,6	7.226,3	7.650,0	7.366,7	6.764,1	7.226,3
Rta. vble. internacional ⁵	37.722,5	51.222,2	45.588,9	50.254,2	45.344,7	44.650,5	45.588,9
Gar. rta. fija	4.177,0	2.346,7	5.454,9	2.166,9	2.458,4	3.323,4	5.454,9
Gar. rta. vble. ⁶	11.037,1	8.094,9	6.306,7	7.054,3	6.089,1	6.082,6	6.306,7
Fondos globales	40.944,5	67.591,0	63.717,0	65.204,9	66.365,4	64.401,4	63.717,0
De gestión pasiva ⁷	14.014,3	12.500,4	15.935,0	11.570,7	11.336,4	11.470,4	15.935,0
Retorno absoluto	10.057,4	7.231,2	6.582,5	7.382,7	7.086,8	6.693,5	6.582,5
Participes							
Total fondos de inversión	12.660.100	15.816.557	16.119.440	16.314.155	16.276.281	16.188.727	16.119.440
Rta. fija ¹	4.135.294	5.476.096	5.539.272	5.483.985	5.517.117	5.530.370	5.539.272
Rta. fija mixta ²	1.203.280	1.459.004	1.216.179	1.412.031	1.222.259	1.256.457	1.216.179
Rta. vble. mixta ³	745.112	721.346	696.718	731.053	715.504	705.131	696.718
Rta. vble. euro ⁴	530.107	778.138	836.711	864.790	875.675	852.841	836.711
Rta. vble. internacional ⁵	3.043.542	3.882.184	4.156.864	4.342.851	4.294.359	4.239.517	4.156.864
Gar. rta. fija	135.320	77.430	141.717	74.099	81.826	99.959	141.717
Gar. rta. vble. ⁶	356.439	265.043	209.188	235.945	202.655	204.133	209.188
Fondos globales	1.409.759	1.989.428	2.067.594	1.992.279	2.179.303	2.111.670	2.067.594
De gestión pasiva ⁷	511.251	505.514	596.475	494.585	494.942	512.763	596.475
Retorno absoluto	587.040	659.411	658.722	679.573	689.677	672.922	658.722

	2020	2021	2022	2022			
				I	II	III	IV
Rentabilidad⁸ (%)							
Total fondos inversión	0,78	6,31	-8,95	-3,16	-5,38	-1,81	1,2
Rta. fija ¹	0,62	-0,31	-5,38	-1,71	-2,51	-1,39	0,14
Rta. fija mixta ²	-0,03	2,49	-8,83	-3,18	-4,76	-1,80	0,69
Rta. vble. mixta ³	0,59	7,18	-11,37	-4,21	-6,81	-2,20	1,52
Rta. vble. euro ⁴	-8,75	16,72	-8,39	-5,62	-6,06	-7,55	11,77
Rta. vble. internacional ⁵	2,83	21,14	-13,14	-4,11	-10,67	-1,98	3,44
Gar. rta. fija	1,68	-1,29	-8,43	-2,55	-2,35	-2,44	-1,36
Gar. rta. vble. ⁶	0,70	0,06	-5,44	-1,79	-2,08	-1,82	0,15
Fondos globales	-0,31	7,90	-10,53	-3,90	-5,61	-1,50	0,14
De gestión pasiva ⁷	0,44	9,82	-9,31	-3,38	-6,62	-2,53	3,13
Retorno absoluto	0,94	3,02	-4,95	-1,88	-3,27	-0,52	0,67

Fuente: CNMV.

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

1 Incluye: FMM a corto plazo de valor liquidativo constante de deuda pública, FMM a corto plazo de valor liquidativo de baja volatilidad, FMM a corto plazo de valor liquidativo variable, FMM estándar de valor liquidativo variable, Renta fija euro y Renta fija euro corto plazo.

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

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

4 Incluye: renta variable euro.

5 Incluye: renta variable internacional.

6 Incluye: GRV y garantía parcial.

7 Incluye: IIC de gestión pasiva, IIC que replican un índice e IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.

8 Rentabilidad anual para 2020, 2021 y 2022. Rentabilidad trimestral no anualizada para los datos trimestrales.

Guía técnica sobre el refuerzo de la transparencia de IIC con objetivo concreto de rentabilidad y de IIC de renta fija con estrategia de comprar y mantener

RECUADRO 2

La CNMV publicó el 26 de abril la *Guía técnica sobre el refuerzo de la transparencia de IIC con objetivo concreto de rentabilidad y de IIC de renta fija con estrategia de comprar y mantener*¹. Esta guía técnica, cuya iniciativa está incluida en el Plan de actividades de 2023, actualiza los criterios incluidos en la *Guía técnica 1/2017 sobre refuerzo de la transparencia de fondos de inversión con objetivo concreto de rentabilidad a largo plazo*, aplicable solo a aquellos con un plazo superior a 3 años. Transcurridos 6 años desde su publicación, se ha considerado necesario reforzar algunos aspectos para equipararlos a las mejores prácticas del mercado y extender su aplicación a instituciones de inversión colectiva (IIC) con estrategias de comprar y mantener. Todo ello, con el objetivo de reforzar la protección del inversor y su consentimiento informado al adquirir estos fondos.

En 2022 se registraron en la CNMV 32 fondos de inversión con estrategias de comprar y mantener y 41 con objetivo concreto de rentabilidad. Esta tendencia se mantiene durante los meses transcurridos de 2023 (hasta la fecha de publicación de la guía se habían registrado 21 fondos de la primera categoría y 18 de la segunda). Ello justifica la vigencia de los objetivos perseguidos con la actualización de la Guía técnica 1/2017, ya que algunos de los criterios están siendo aplicados en la práctica de registro de la CNMV a los fondos con estrategias de comprar y mantener, dadas las similitudes de estas IIC con las de objetivo concreto de rentabilidad.

La guía técnica tiene por principales objetivos:

- Establecer criterios sobre la información facilitada al inversor sobre la rentabilidad estimada (en términos de TAE) que razonablemente puede esperar en las IIC de renta fija con estrategia de comprar y mantener, en el supuesto de que mantenga su inversión hasta el vencimiento del horizonte temporal de la estrategia, de manera que el inversor disponga de una información muy importante para su decisión de inversión.
- Completar los contenidos recogidos en la Guía técnica 1/2017 para recoger la experiencia de registro y supervisora adquirida desde su publicación. En particular, establecer criterios sobre las advertencias que realizar a los inversores sobre el riesgo derivado de no valorar parte de sus operaciones durante el plazo de comercialización, así como de los efectos de la inflación sobre la rentabilidad nominal de sus inversiones.
- Reforzar algunas de las advertencias incluidas en la guía técnica previa. De una parte, la advertencia relativa al coste por la liquidez, que pasará a ser exigible a fondos que proporcionen al inversor menos de 12 ventanas de liquidez al año (posibilidad de reembolsar sin comisiones) en lugar de las 4 ventanas anuales a las que alude la norma de 2017. De otra, la advertencia por riesgo de pérdidas en caso de que aumenten los tipos de interés se aplicará a todos los fondos y no solo a aquellos con plazo superior a 3 años como ocurría hasta la fecha.
- Hacer extensivas a los fondos de inversión de renta fija del fondo con estrategia de comprar y mantener las advertencias establecidas sobre el riesgo por el plazo y sobre el coste por la liquidez del fondo.

El contenido de la guía técnica se ha definido una vez analizados y valorados los comentarios y las observaciones recibidas durante el periodo de consulta pública (del 13 de febrero de 2023 al 31 de marzo de 2023), así como el informe emitido por el Comité Consultivo de la CNMV². De manera simultánea al proceso de consulta pública, la CNMV ha encargado, por primera vez dentro de su procedimiento de elaboración de circulares y guías técnicas, un estudio de mercado entre inversores minoristas (*consumer testing*). El objetivo ha sido calibrar la comprensión por parte de los inversores del texto de las advertencias e identificar ajustes en su redacción para facilitar dicha comprensión. Ello ha permitido introducir varias modificaciones en la redacción final de las advertencias atendiendo a los resultados de dicho proceso, para hacerlas más comprensibles al inversor final.

La CNMV recuerda que algunos riesgos aplicables a este tipo de fondos son relevantes también para otros productos de renta fija no sujetos a la guía técnica —como letras, bonos, obligaciones o fondos de renta fija distintos de estos dos tipos— en contextos de tensionamiento de los tipos de interés o de elevada inflación. Las entidades que los comercializan o que asesoran sobre ellos, en cumplimiento de sus deberes de información al cliente, deben proporcionarles información adecuada para asegurarse de que les permita comprender los riesgos y costes asociados.

- 1 *Guía técnica 1/2023 sobre refuerzo de la transparencia de IIC con objetivo concreto de rentabilidad y de IIC de renta fija con estrategia de comprar y mantener.* Disponible en: [cnmv.es/DocPortal/DocFaseConsulta/CNMV/GT_1_2023_Transparencia.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/DocFaseConsulta/CNMV/GT_1_2023_Transparencia.pdf)
- 2 También se ha hecho público un documento con la valoración de las alegaciones recibidas. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/DocFaseConsulta/CNMV/GT_1_2023_ValoracionObservaciones.pdf

Las condiciones de liquidez de la cartera de inversiones de los fondos de inversión continuaron siendo satisfactorias en 2022, con un ligero aumento de los activos considerados de mayor liquidez, ya que la ratio de activos líquidos de alta calidad (HQLA²⁹) pasó del 38 % al 42 %. Así, esta ratio, que tiene en cuenta, a la hora de determinar los activos líquidos de la cartera, tanto el tipo de activo como sus calificaciones crediticias³⁰, se situó en el 31,9 % para los fondos mixtos³¹, en el 42,1 % para los de renta variable³², en el 56,7 % para los de renta fija³³ y en el 57,9 % en el caso de los fondos monetarios. Es importante mencionar que la inversión en otras IIC, que es especialmente elevada en el caso de los fondos mixtos³⁴, no se considera en esta metodología una inversión líquida, por lo que las cifras anteriormente mencionadas podrían considerarse como una cota inferior de la proporción de activos de mayor liquidez de los fondos de inversión. Por esta razón, para realizar un análisis individualizado de la liquidez de los fondos de inversión se ha decidido eliminar esta inversión del total de activos financieros. Si se prescinde en los cálculos del importe de las inversiones en otras IIC, el análisis de liquidez individual de los fondos revela que la mayor parte de los fondos de inversión tenía un nivel de activos líquidos que superaba el 40 %³⁵, con tan solo un 8,4 % del total (en términos patrimoniales) cuya ratio era inferior a este

29 *High quality liquid assets.*

30 Se consideran activos líquidos de alta calidad el efectivo y los depósitos en su totalidad, el 50 % del valor de la renta variable y porcentajes variables de la deuda pública, la renta fija privada y las titulizaciones dependiendo de su calificación crediticia. Así, el porcentaje de la deuda pública que se consideraría líquido oscila entre el 0 % y el 100 %, el de la renta fija privada entre el 0 % y el 85 % y el de las titulizaciones entre el 0 % y el 65 %. Para mayor detalle, véase el artículo Ojea, J (2020). «Cuantificación de la incertidumbre sobre los escenarios adversos de liquidez para los fondos de inversión». *Boletín de la CNMV*, Trimestre II, pp. 25-47.

31 Incluye las siguientes vocaciones: fondos de retorno absoluto, de gestión pasiva, globales, renta fija mixta, renta variable mixta y garantizados de renta variable.

32 Incluye los fondos de renta variable euro e internacional.

33 Incluye los fondos de renta fija y garantizados de renta fija.

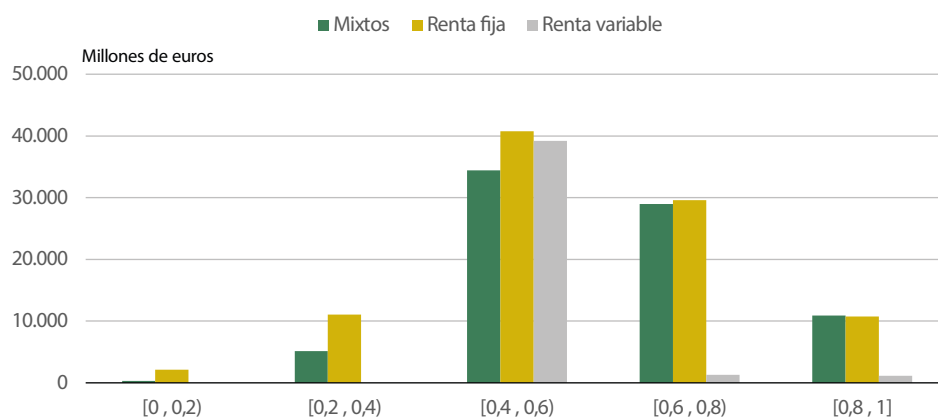
34 La inversión en otras IIC supone el 48,4 % para estas instituciones, mientras que el porcentaje es del 21,3 % en el caso de los fondos de renta fija y del 4,5 % en los de renta variable.

35 En la ratio de activos líquidos de alta calidad se ha utilizado como denominador el patrimonio total del fondo eliminando el valor de las inversiones en otras IIC.

umbral (véase gráfico 18). En la categoría de renta fija se encuentra la mayor proporción de fondos con una ratio HQLA más baja: un 14 % de los fondos (en términos patrimoniales) tenía una proporción de activos líquidos inferior al 40 % y un 2,3 % mostraba una proporción por debajo del 20 %.

HQLA de las distintas tipologías de fondos de inversión

GRÁFICO 18



Fuente: CNMV.

Sociedades de inversión de capital variable (SICAV)

Como consecuencia del cambio legislativo dirigido a las SICAV³⁶, más del 50 % de ellas se dieron de baja del registro de la CNMV, por lo que a finales de 2022 había tan solo 1.091 vehículos registrados. Esta contracción tuvo su reflejo tanto en el patrimonio de estos vehículos como en el número de accionistas: mientras que el primero se redujo un 44,3 % durante 2022, hasta cerrar el año en 15.864 millones de euros, el segundo experimentó un descenso del 62 %, hasta 133.480. Esta mayor reducción en el número de accionistas hizo que el patrimonio medio por SICAV aumentara de forma sustancial, de 12,5 millones de euros a finales de 2021 a 14,5 millones un año después. Prácticamente todas las SICAV cotizaban en el BME MTF Equity.

En los 2 primeros meses de este año ha continuado reduciéndose el número de SICAV, por lo que el mes de febrero se ha cerrado con 695 vehículos registrados, 396 menos que a finales de 2022. Además, dado que el plazo establecido por la normativa para proceder a la cancelación registral finaliza el 30 de junio de este año, se prevé que continúe el proceso de liquidación de muchas de las entidades todavía existentes.

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

IIC de inversión libre

El patrimonio total de las IIC de inversión libre³⁷ mantuvo la senda de expansión que se observa desde hace varios años y creció un 5,9 % en 2022, hasta alcanzar 4.635 millones de euros al cierre del ejercicio. Aun así, este segmento continúa teniendo un peso muy reducido dentro de la inversión colectiva en España, ya que representa poco más del 1 % del patrimonio total. Del patrimonio total de estas instituciones, un 84 % correspondía a IIC de inversión libre (81 % un año antes) y el 16 % restante, a IIC de IIC de inversión libre. Por su parte, el número total de vehículos registrados en la CNMV al cierre de 2022 era de 100, 17 más que al finalizar el año anterior. Como se puede observar en el anexo 3.1, el incremento se dio tan solo en el segmento de las IIC de inversión libre, que cerró el ejercicio con 92 instituciones (27 altas y 8 bajas), mientras que en el de IIC de IIC de inversión libre se produjeron 2 bajas, lo que hizo que hubiera 8 vehículos a finales de diciembre. En los 2 primeros meses de este año la expansión en el segmento de las IIC de inversión libre continúa, ya que se han producido 10 altas en el registro de la CNMV.

La evolución de la rentabilidad de las 2 tipologías de vehículos fue dispar: mientras que en las IIC de inversión libre el rendimiento anual fue negativo (-7,7 %), en el de las IIC de IIC de inversión libre se produjo una revalorización de la cartera (3 %). Así, las IIC de inversión libre registraron una rentabilidad negativa en los 3 primeros trimestres de 2022, en línea con el comportamiento de los mercados financieros, mientras que fue positiva entre octubre y diciembre (1,9 %). Por su parte, el número total de partícipes y accionistas de estas instituciones se mantuvo prácticamente sin cambios, ya que tan solo descendió en 7 en relación con el año anterior, hasta un total de 14.164. En el caso de las IIC de inversión libre, a pesar del número importante de altas producidas durante el ejercicio, el total de partícipes solo aumentó un 0,4 %, hasta 8.817. En las IIC de IIC de inversión libre se produjo un descenso, aunque también inapreciable, en concreto del 0,7 %, y finalizaron el año con 5.347 partícipes.

IIC extranjeras comercializadas en España

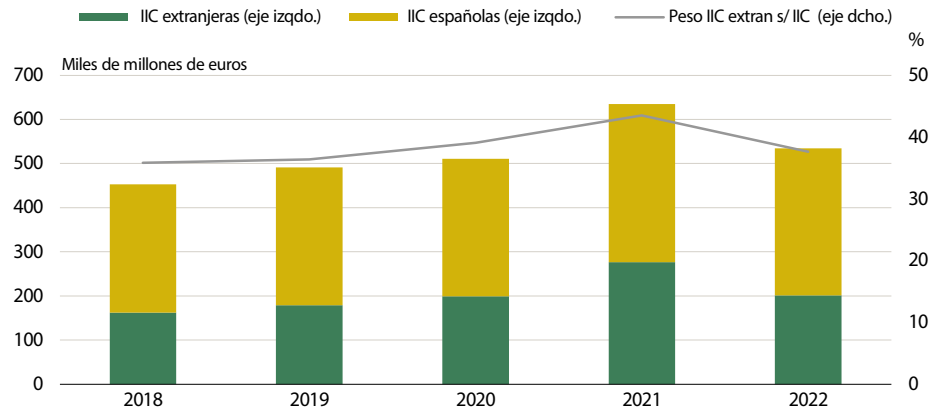
El volumen de las IIC extranjeras comercializadas en España, después de haber aumentado de forma notable durante los últimos años, se contrajo un 27,2 % en 2022. El patrimonio de estas entidades se situaba en 201.059 millones de euros a final de año. Como se puede observar en el gráfico 19, este descenso, mayor que el de las IIC nacionales, redujo el peso de las IIC extranjeras en el total de IIC comercializadas en España hasta el 37,6 % del total (43,5 % en 2021). A pesar del descenso del patrimonio de estas instituciones, su número (en el registro de la CNMV) aumentó en 2022 en 21 entidades (26 en 2021), por lo que a finales de diciembre había un total de 1.095 vehículos de este tipo (426 fondos y 669 sociedades). La mayoría de las altas correspondieron a vehículos procedentes de Irlanda, con 17 más, hasta situarse

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

en 248. El Estado con un mayor número de vehículos registrados continuaba siendo Luxemburgo, con 498 (501 en 2021).

Patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España

GRÁFICO 19



Fuente: CNMV.

Perspectivas

La evolución económica más favorable de lo previsto y el aumento de los tipos de interés favorecen el atractivo de las IIC, pero su expansión se puede ver limitada por el descenso del ahorro de los inversores. En 2022 ya se observó cómo los fondos de renta fija recibieron la mayor parte de los flujos inversores de la industria, a la vista del aumento del rendimiento de los productos de renta fija. Esta tendencia puede continuar este año, especialmente en los fondos que muestran vencimientos inferiores. Sin embargo, cabe tener presentes dos factores importantes que pueden limitar el dinamismo de la industria a corto plazo: i) en primer lugar, es preciso recordar que el aumento de los tipos de interés también hace más atractivos otros productos de inversión, en particular, los depósitos bancarios a plazo y los activos de deuda, que son competidores naturales de algunas modalidades de fondos de inversión (de hecho, la información más reciente de las *Cuentas financieras* ya pone de manifiesto una cierta recuperación de la inversión de los hogares en estos activos financieros), y ii) en segundo lugar, es necesario considerar que los recursos disponibles para invertir pueden verse limitados como consecuencia del incremento de la inflación y del aumento de los pagos relacionados con los préstamos a tipos de interés variable. Es razonable pensar que el volumen de recursos destinado a la adquisición de activos financieros, al menos en la vertiente del inversor minorista, será reducido a corto plazo en relación con promedios históricos.

El Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) publicó en 2017 un conjunto de recomendaciones encaminadas a mitigar posibles riesgos originados por la actividad de gestión de activos (*FSB's Policy Recommendations to Address Structured Vulnerabilities from Asset Management Activities*). De forma complementaria, y con el objetivo de poner en práctica parte de estas recomendaciones, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) publicó, en 2018, las recomendaciones sobre gestión del riesgo de liquidez en las instituciones de inversión colectiva (*IOSCO's 2018 Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes*). Pues bien, a lo largo de 2022 se llevaron a cabo sendos ejercicios para evaluar el grado de cumplimiento de ambos grupos de recomendaciones.

Primero se conocieron los resultados del trabajo de revisión de las recomendaciones de IOSCO¹, que se centró en evaluar el grado de implementación de estas en los marcos regulatorios de 14 jurisdicciones participantes, que concentran el 92 % de los activos globales bajo gestión. Otras 11 jurisdicciones adicionales participaron en la evaluación con unos criterios menos exigentes y, finalmente, de forma voluntaria, 76 sociedades gestoras respondieron a un cuestionario sobre sus políticas generales de gestión de liquidez.

De las 17 recomendaciones de IOSCO, se escogieron 10 para realizar la valoración: 5 (R.1, R.2, R.3, R.4 y R.7), referidas a la fase inicial de diseño del fondo; 3 (R.10, R.12 y R.14), a la gestión de la liquidez en el día a día, y 2 (R.16 y R.17), a los planes de contingencia y la disponibilidad de herramientas de gestión de la liquidez. Como se observa en el cuadro inferior, de las 14 jurisdicciones participantes: 7 (Alemania, China, España, Estados Unidos, Japón, Luxemburgo y Reino Unido) obtuvieron una calificación de cumplimiento total (*fully compliant*) en las 10 recomendaciones evaluadas, 2 (Irlanda y Francia) cumplieron totalmente 9 de las 10 recomendaciones, y 4 (Brasil, Canadá, India y Suiza) cumplieron totalmente al menos 6 recomendaciones y las restantes se cumplieron bien de forma amplia (*broadly compliant*) o bien de manera parcial (*partly compliant*). Australia fue la jurisdicción con la calificación más baja. Aun así, cumplía totalmente 3 de las recomendaciones, de forma amplia 6 de ellas y las restantes de forma parcial.

Entre las 11 jurisdicciones adicionales también se observó un alto grado de cumplimiento. Por último, todas las gestoras de tamaño grande (más de 1 billón de dólares de activos bajo gestión) tienen establecidas prácticas de gestión de la liquidez que cumplen las recomendaciones y más de la mitad del total han adoptado prácticas cuyos resultados son coherentes con las recomendaciones.

Resultados de la revisión de las recomendaciones de liquidez de IOSCO

CUADRO R3.1

	Fase de diseño					Gestión día a día			Planes de contingencia	
	R. 1	R. 2	R. 3	R. 4	R. 7	R. 10	R. 12	R. 14	R. 16	R. 17
Australia	Am	Ver	Nar	Am	Am	Am	Am	Am	Ver	Ver
Brasil	Ver	Ver	Ver	Ver	Am	Ver	Ver	Am	Nar	Am
Canadá	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver	Am	Am	Am	Ver	Am
China	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver
Francia	Ver	Ver	Ver	Ver	Am	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver
Alemania	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver
India	Ver	Ver	Ver	Am	Am	Ver	Am	Ver	Am	Ver
Irlanda	Ver	Ver	Ver	Ver	Am	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver
Japón	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver
Luxemburgo	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver
España	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver
Suiza	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver	Nar	Nar	Nar	Ver	Ver
Reino Unido	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver
EE. UU.	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver	Ver

Fuente: IOSCO.

Verde: cumplimiento total, amarillo: cumplimiento general, naranja: cumplimiento parcial y rojo: no cumplimiento.

Por su parte, el resultado del trabajo de revisión de las recomendaciones del FSB se conoció a final de año². La evaluación corrió a cargo de un grupo de trabajo creado en el seno del Comité de Cooperación en materia de Supervisión y Regulación (SRC, por sus siglas en inglés), que evaluó el grado de efectividad de cuatro bloques de recomendaciones orientadas a: i) reducir el riesgo estructural de desajuste de liquidez en las instituciones de inversión colectiva (IIC) abiertas, ii) impulsar el uso de herramientas de gestión del riesgo de liquidez, iii) reforzar el envío periódico de datos a los reguladores que permitan realizar un correcto seguimiento del riesgo de liquidez de las IIC y, por último, iv) impulsar los ejercicios de test de estrés tanto a nivel individual de IIC como a nivel macro, teniendo en cuenta las interrelaciones de las IIC con el resto de entidades del sistema financiero.

La conclusión principal del trabajo de evaluación fue que, a pesar de las mejoras observadas desde la publicación de las recomendaciones del FSB en 2017, todavía persisten ciertas vulnerabilidades que deben abordarse reforzando algunas de las recomendaciones. En este sentido, el informe final propone mejoras en las cuatro áreas analizadas. Así, por ejemplo, en el caso de los desajustes de liquidez, se propone clasificar los fondos de inversión abiertos en tres categorías en función del perfil de liquidez de su cartera, de modo que las condiciones de los reembolsos estén alineadas con dicho perfil de liquidez. En el ámbito de las herramientas de gestión de la liquidez, se propone que las autoridades supervisoras impulsen su uso dentro de su jurisdicción, especialmente de aquellas con efecto antidilutivo, es decir, las que desactivan las ventajas que obtienen los inversores que

obtienen los inversores que reembolsan los primeros en un escenario de crisis. Sobre la disponibilidad de datos sobre fondos de inversión, se propone mejorar los datos disponibles sobre desajustes de liquidez y el uso de herramientas de gestión de la liquidez, así como reforzar la información proporcionada a los inversores sobre los efectos de la aplicación de las herramientas. Finalmente, respecto a las pruebas de estrés, se propone fomentar la realización de este tipo de ejercicios y el intercambio de información entre jurisdicciones sobre su diseño y uso.

España cumple ya con las recomendaciones del FSB, incluso con aquellos aspectos que se pretende reforzar.

En este sentido, la CNMV recibe mensualmente, desde hace años, datos sobre las carteras de los fondos que le permiten realizar un continuo seguimiento de los riesgos de liquidez asumidos por los fondos de inversión. Además, y por lo que se refiere a las políticas y herramientas de gestión de la liquidez, la recientemente publicada *Guía técnica 1/2022 sobre la gestión y el control de la liquidez de las instituciones de inversión colectiva* concreta y desarrolla los principios establecidos en la Circular 6/2009, de 9 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre el control interno de las sociedades gestoras de IIC. En particular, especifica los criterios que se han de tener en cuenta para una adecuada política de gestión de la liquidez, tanto en la fase de diseño de la IIC como en el día a día de su actividad y, por último, determina los criterios para una correcta aplicación de las herramientas de gestión de la liquidez, entre otras, de las antidilutivas.

Con el objetivo de revisar las recomendaciones del FSB en línea con las mejoras propuestas, se ha constituido un nuevo grupo de trabajo conjunto FSB/IOSCO. Los trabajos de revisión se están desarrollando este año y serán complementados por unas directrices elaboradas por IOSCO sobre el uso de herramientas antidilutivas. En una segunda fase se trabajará en identificar aquellos datos que deben incluirse en el reporte de información al supervisor con el fin de monitorizar el riesgo de liquidez en los fondos de inversión. La CNMV participa activamente en todos estos trabajos.

1 <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD721.pdf>

2 Assessment of the Effectiveness of the FSB's 2017 Recommendations on Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds - Financial Stability Board

4.2 Prestación de servicios de inversión

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. Así, en 2022 las entidades de crédito recibieron el 88,3 % de estos ingresos, casi 2 p.p. más que un año antes (véase cuadro 14). Las sociedades y agencias de valores, por otra parte, siguen aún conservando un peso relativo de cierta importancia, sobre todo en las actividades de transmisión y ejecución de órdenes, aunque también han ido perdiendo cuota en este segmento desde hace aproximadamente unos 10 años. Además de estas entidades, prestan servicios de inversión específicos las EAF y las sociedades gestoras de cartera (SGC)³⁸.

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

Importes en millones de euros

	Empresas de servicios de inversión ¹	Entidades de crédito ² (EE. CC.)	Total	% EE. CC./total
Total servicios de inversión	632	4.745	5.376	88,3
Colocación y aseguramiento de valores	9	358	367	97,5
Tramitación y ejecución de órdenes	285	827	1.112	74,4
Gestión de carteras	40	719	759	94,7
Asesoramiento en materia de inversión	87	904	990	91,3
Comercialización de IIC	210	1.937	2.147	90,2
Total servicios auxiliares	281	1.481	1.762	84,1
Administración y custodia	38	749	783	95,7
Otros servicios auxiliares	247	732	979	74,7

Fuente: CNMV y Banco de España.

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

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

Entidades de crédito

El número de entidades de crédito nacionales (bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito) registradas en la CNMV para la prestación de servicios de inversión se situó en 108 al cierre de 2022, la misma cifra que un año antes³⁹. En cuanto a las entidades de crédito extranjeras en disposición de prestar servicios de inversión en España, su número total al cierre del ejercicio ascendía a 458, tras un aumento de 43 a lo largo del año. Este avance, al menos en parte, se debió a la reordenación, como consecuencia del *brexit*, de las entidades que previamente estaban establecidas en el Reino Unido⁴⁰. Del total de entidades extranjeras, 403 operaban en régimen de libre prestación de servicios y 55 a través de sucursales, procediendo casi la totalidad de otros Estados miembros de la Unión Europea (452 entidades).

El importe agregado de las comisiones percibidas por la prestación de servicios de inversión y la comercialización de IIC experimentó un leve avance del 1,3 % en 2022, hasta situarse en 6.226 millones de euros (véase cuadro 15). La prestación de servicios de inversión no auxiliares supuso para las entidades de crédito unas comisiones de 2.808 millones de euros, un 2,8 % menos que en 2021, con un comportamiento dispar de las distintas partidas: se incrementaron por encima del 5 % las correspondientes a la tramitación y ejecución de órdenes y asesoramiento en materia de inversión, mientras que disminuyeron las comisiones por colocación y aseguramiento de valores y gestión discrecional de carteras. En cuanto a las comisiones por servicios auxiliares de inversión, estas entidades percibieron 1.481 millones de euros, un 19,5 % más que en 2021, con un crecimiento especialmente

39 De las 108, se puede considerar que 99 estaban activas en la prestación de servicios de inversión.

40 En 2021 se habían dado de baja 69 entidades establecidas en el Reino Unido.

elevado en los ingresos derivados de la elaboración de informes y análisis financieros, que se situaron en 548 millones⁴¹.

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

CUADRO 15

Importes en millones de euros

	2019	2020	2021	2022	% s/ total comisiones EE. CC. ¹
Por servicios de inversión	1.847	2.167	2.888	2.808	16,5
Colocación y aseguramiento de valores	296	354	531	358	2,1
Tramitación y ejecución de órdenes	498	642	786	827	4,9
Gestión discrecional de carteras	479	527	725	719	4,2
Asesoramiento en materia de inversión	573	644	846	904	5,3
Por servicios auxiliares	923	1.055	1.240	1.481	8,7
Administración y custodia	650	651	744	749	4,4
Elaboración de informes y análisis financieros	148	234	280	548	3,2
Otros servicios auxiliares	125	169	216	183	1,1
Por comercialización de productos financieros no bancarios	4.084	4.009	4.778	4.934	29,0
Instituciones de inversión colectiva	1.597	1.581	2.018	1.937	11,4
Fondos de pensiones	927	972	1.134	1.200	7,0
Seguros	1.437	1.377	1.604	1.793	10,5
Otros	123	80	23	5	0,0
Total	6.854	7.231	8.906	9.223	54,1
Pro memoria:					
Por servicios de valores y comercialización de IIC	4.367	4.802	6.146	6.226	35,1
Ingresos totales por comisiones	14.527	14.595	16.261	17.039	100,0

Fuente: CNMV y Banco de España.

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

Sociedades y agencias de valores

En 2022 la actividad de prestación de servicios de inversión de las sociedades y agencias de valores experimentó una contracción sustancial en relación con las cifras del año anterior. Así, se produjo una reducción de ingresos en todas las actividades que realizan estas entidades, siendo especialmente elevada en las relacionadas con la intermediación en los mercados de valores. De esta forma, continúa el proceso de cambio en el modelo de negocio de una parte considerable de estas entidades, ya que el principal negocio tradicional, la mencionada intermediación en los mercados de valores, continúa perdiendo peso de forma progresiva. Esto se debe, al

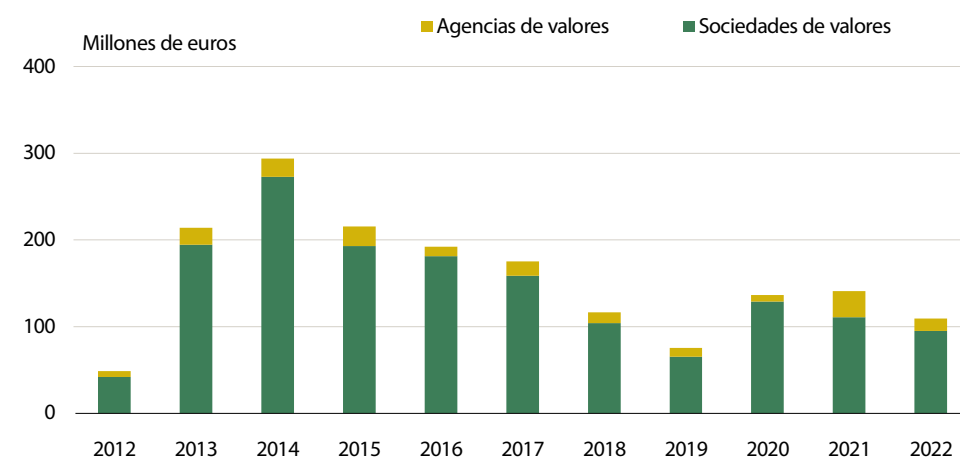
41 Estas comisiones han crecido de forma notable en los últimos años: casi se han triplicado desde 2019.

menos parcialmente, al desplazamiento de parte de la negociación de las bolsas españolas hacia otras plataformas establecidas fuera de nuestro país.

Las sociedades y agencias de valores obtuvieron en 2022 un beneficio conjunto antes de impuestos de 109,4 millones de euros, un 22,3 % menos que un año antes. Este descenso fue consecuencia de la contracción de los beneficios tanto de las sociedades de valores, con un descenso del 14,1 %, como de las agencias de valores, en las que la disminución fue en términos relativos mucho mayor, concretamente del 52,5 % (véase gráfico 20).

Resultados agregados antes de impuestos de las sociedades y agencias de valores

GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

En lo que se refiere a las entidades registradas en la CNMV, a finales de 2022 había un total de 95 sociedades y agencias de valores, 4 más que al cierre de 2021, por lo que continúa la tendencia expansiva de los últimos años. Este aumento, que fue el resultado de 9 altas y 5 bajas, se debió, al menos en parte a la creación de agencias de valores independientes relacionadas con entidades no bancarias de capital extranjero. Este hecho pone de manifiesto la transformación de este sector hacia una presencia creciente de entidades independientes y pertenecientes a grupos no bancarios. Por otra parte, la mayoría de las entidades que prestaban servicios en la Unión Europea lo hacían bajo la modalidad de libre prestación de servicios, concretamente 55 (2 más que en 2021), y 5 entidades mantenían sucursales en otros países (3 menos que un año antes).

Por su parte, el número de entidades extranjeras que prestan servicios de inversión en España se incrementó en 22 a lo largo de 2022, tras haberse producido 65 nuevas autorizaciones y 43 comunicaciones de baja. Así, a finales de diciembre había un total de 965 entidades de este tipo, la mayoría de las cuales procedían de Chipre, Holanda y Alemania, después de que, como consecuencia del *brexit*, se dieran de baja en 2021 las entidades del Reino Unido. De todas las entidades extranjeras, 922 estaban acogidas al régimen de libre prestación de servicios, 20 más que a finales de 2021, mientras que las que operaban mediante sucursal eran 43 (41 un año antes).

Las sociedades de valores experimentaron un descenso significativo de sus ingresos con respecto a 2021, causado por la disminución de las comisiones percibidas (-39,1 %) y, en menor medida, de los ingresos por otros productos y cargas de explotación (-95,2 %). Dentro de los ingresos por prestación de servicios a terceros, se produjo una contracción de todas las comisiones, entre las que destaca el descenso de las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes, las más importantes para las sociedades de valores, que fue del 35,4 %, hasta situarse en 105,8 millones de euros⁴². En cuanto al resto de comisiones, resulta especialmente significativa la reducción de las comisiones percibidas por colocación y aseguramiento de valores, que pasó de 86,3 millones de euros a menos de 8 millones. En relación con las comisiones por comercialización de IIC, aunque también fueron menores, el descenso fue moderado (-1,9 %) y se situaron en 63,4 millones de euros, pasando a ser las segundas en importancia.

Las comisiones satisfechas y los gastos de explotación, por su parte, descendieron un 52,9 % y un 21,1 %, respectivamente, en línea con la menor actividad del sector. Esto, unido a un aumento del 75,8 % en los ingresos por resultados de inversiones financieras, compensó la contracción de los ingresos, por lo que el resultado de explotación se incrementó un 1,2 %. No obstante, el notable descenso de «Otras ganancias» provocó que el resultado antes de impuestos acabara reduciéndose un 14,1 %, hasta un importe de 95,1 millones de euros.

En las agencias de valores el beneficio agregado antes de impuestos, como se ha mencionado, experimentó una importante contracción en 2022, ya que se redujo un 52,5 %, hasta 14,3 millones de euros. El empeoramiento de los resultados se debió no tanto al descenso de los ingresos como al aumento de los costes derivados de los gastos de explotación. De esta forma, los ingresos procedentes de las comisiones percibidas se redujeron un 2 %, situándose en 198,3 millones de euros. A diferencia de lo que ocurrió en las sociedades de valores, las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes de las agencias experimentaron un avance notable (27,5 %), hasta superar los 18 millones de euros. También crecieron, aunque de forma más moderada, las comisiones por comercialización de IIC, que cerraron 2022 en 94,3 millones de euros, un 3,2 % más que en 2021. Por el contrario, el mayor descenso se produjo en los ingresos por asesoramiento en materia de inversión, con una contracción del 6,5 %, hasta 37,5 millones de euros. Por su parte, los gastos de explotación se incrementaron un 7,4 %, lo que unido a los menores ingresos hizo que el resultado antes de impuestos descendiera más del 50 %.

A pesar del retroceso de los beneficios, la rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios (ROE) del sector experimentó un aumento notable durante el ejercicio, al pasar del 13,7 % al 19,4 %. El comportamiento fue dispar entre las dos tipologías de entidades: mientras que en las sociedades de valores el ROE mostró una subida desde el 11,5 % en 2021 al 20,4 % en 2022, en las agencias de valores se produjo un descenso del 24 % al 14,9 % (véase el panel izquierdo del gráfico 21). Por otra parte, el número de entidades en pérdidas se incrementó en 8 hasta situarse en 37. Este aumento estuvo causado únicamente por las agencias de valores, ya que al

42 Esta disminución se debe, en parte, a la baja en agosto de Credit Suisse, entidad muy activa en este servicio de inversión, que se transformó en entidad de crédito.

cierre de 2022 había un total de 26 agencias en pérdidas, 10 más que en 2021. En cambio, en el caso de las sociedades de valores la cifra pasó de 13 a 11. El importe agregado de las pérdidas, por su parte, se mantuvo similar al de 2021, con 25,2 millones de euros.

Cuenta de pérdidas y ganancias agregada (dic.-22)

CUADRO 16

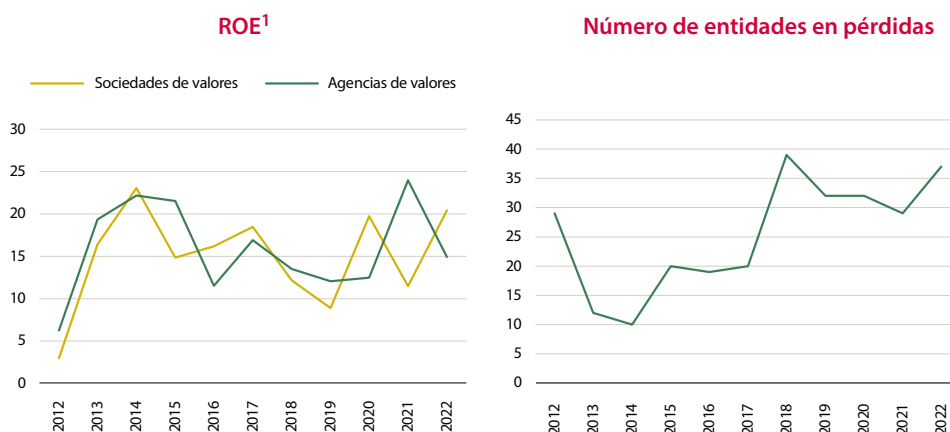
Importes en miles de euros

	Sociedades de valores			Agencias de valores		
	dic.-21	dic.-22	% var.	dic.-21	dic.-22	% var.
1. Margen de intereses	41.565	66.519	60,0	454	960	111,5
2. Comisiones netas	265.790	191.789	-27,8	173.785	170.724	-1,8
2.1. Comisiones percibidas	481.945	293.594	-39,1	202.333	198.293	-2,0
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	164.293	105.849	-35,6	14.140	18.030	27,5
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	86.324	7.881	-90,9	1.481	1.187	-19,9
2.1.3. Depósito y anotación de valores	36.880	32.979	-10,6	425	286	-32,7
2.1.4. Gestión de carteras	15.860	14.096	-11,1	22.874	23.388	2,2
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	7.944	7.937	-0,1	40.142	37.547	-6,5
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	5.306	1.010	-81,0	0	0	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	0	0	-	0	0	-
2.1.8. Comercialización de IIC	64.608	63.402	-1,9	91.375	94.339	3,2
2.1.9. Otras	100.728	60.440	-40,0	31.896	23.516	-26,3
2.2. Comisiones satisfechas	216.155	101.805	-52,9	28.548	27.569	-3,4
3. Resultado de inversiones financieras	32.733	57.558	75,8	666	-1.479	-
4. Diferencias de cambio netas	972	-273	-	213	527	147,4
5. Otros productos y cargas de explotación	34.398	1.645	-95,2	-989	61	-
Margen bruto	375.458	317.238	-15,5	174.129	170.793	-1,9
6. Gastos de explotación	276.737	218.470	-21,1	145.812	156.604	7,4
7. Amortizaciones y otras dotaciones	9.599	7.893	-17,8	2.200	4.184	90,2
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	156	836	435,9	-38	-13	65,8
Resultado de explotación	88.966	90.039	1,2	26.155	10.018	-61,7
9. Otras ganancias y pérdidas	21.754	5.057	-76,8	3.846	4.244	10,3
Resultado antes de impuestos	110.720	95.096	-14,1	30.001	14.263	-52,5
10. Impuesto sobre beneficios	17.239	12.940	-24,9	7.199	3.899	-45,8
Resultado de actividades continuadas	93.481	82.156	-12,1	22.802	10.364	-54,5
11. Resultado de actividades interrumpidas	-2.773	0	100,0	0	0	-
Resultado neto del ejercicio	90.708	82.156	-9,4	22.802	10.364	-54,5

Fuente: CNMV.

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

GRÁFICO 21

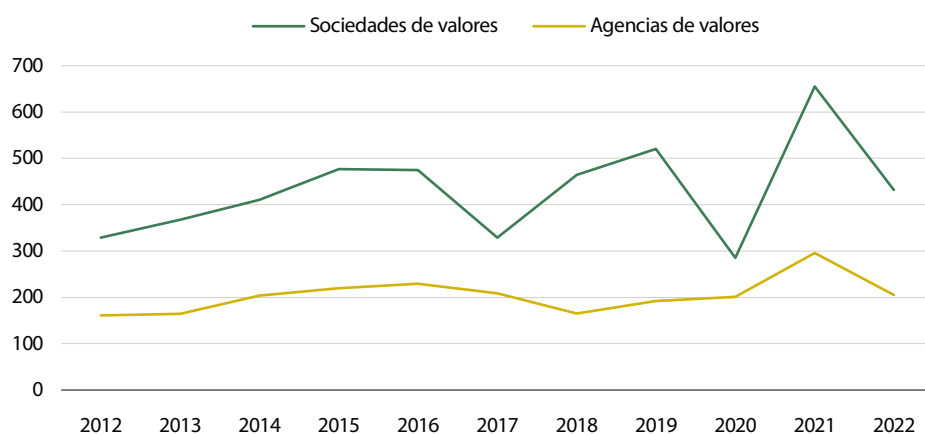


Fuente: CNMV.

1 ROE calculado con resultados antes de impuestos.

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

GRÁFICO 22



Fuente: CNMV.

El sector continuó exhibiendo niveles relativos de solvencia elevados —aunque con importes absolutos reducidos— en su conjunto durante 2022: a finales de año el margen de recursos propios era 3,6 veces superior al volumen de recursos exigibles. Esta cifra fue elevada pero inferior a la observada en 2021 (5,3 veces), ejercicio que fue el primero de cálculo de los márgenes de solvencia de las entidades de acuerdo con el Reglamento (UE) 2019/2033⁴³. Esta normativa es más proporcionada y adecuada al nivel de riesgo que asumen las empresas de servicios de inversión y exige menos recursos propios a la mayoría de las sociedades que la regulación

43 Reglamento (UE) 2019/2033 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, relativo a los requisitos prudenciales de las empresas de servicios de inversión, y por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 1093/2010, (UE) n.º 575/2013, (UE) n.º 600/2014 y (UE) n.º 806/2014.

anterior, aunque es previsible que los márgenes de solvencia experimenten una cierta variabilidad en los primeros años de vigencia de la normativa, que se atenuará a medida que las entidades vayan ajustando sus niveles de fondos propios a las nuevas exigencias. Como suele ser habitual, este margen de recursos propios fue, en general, mayor en las sociedades de valores que en las agencias: mientras que para las primeras el margen de cobertura agregado se situó en torno a 4,3, para las segundas fue de 2,0 (véase gráfico 22). Por otra parte, 2 agencias y 2 sociedades cerraron el ejercicio con déficit de recursos propios.

Empresas de asesoramiento financiero (EAF)

Al cierre de 2022 había registradas en la CNMV 143 EAF, 3 más que a finales de 2021, después de 2 años sin ningún movimiento. El patrimonio total asesorado por estas entidades, en cambio, se redujo el año pasado un 4,7 %, hasta 18.618 millones de euros. Este descenso tuvo su origen en el patrimonio asesorado en el segmento de los clientes profesionales, que se contrajo un 18,8 %, hasta situarse en 8.454 millones de euros. En cambio, como se observa en el cuadro 17, el patrimonio asesorado en el ámbito de los clientes minoristas se incrementó un 11,4 % a lo largo del ejercicio y superó la cifra de 10.000 millones de euros. Esta tendencia, que se observa desde hace algunos años, parece indicar que el modelo de negocio de las EAF está basculando hacia uno con mayor protagonismo del segmento minorista.

Principales magnitudes de las empresas de asesoramiento financiero CUADRO 17

Miles de euros

	2020	2021	2022	% var. 22/21
Número de entidades	140	140	143	2,1
Patrimonio asesorado¹	17.423.050	19.530.452	18.617.956	-4,7
Clientes minoristas	6.907.284	9.125.730	10.164.034	11,4
Clientes profesionales y otros	10.515.766	10.404.722	8.453.922	-18,8
Número de clientes¹	7.264	9.329	10.700	14,7
Clientes minoristas	6.867	8.893	10.274	15,5
Clientes profesionales	384	436	426	-2,9
Otros	13	-	-	-
Ingresos por comisiones	45.782	56.823	56.757	-0,1
Comisiones percibidas	45.153	56.430	56.133	-0,5
De clientes	37.363	45.364	43.139	-4,9
De otras entidades	7.790	11.066	12.994	17,4
Otros ingresos	629	393	624	58,8
Patrimonio neto	30.177	33.334	35.546	6,6
Capital social	5.454	6.151	6.971	13,3
Reservas y remanentes	18.979	21.128	23.912	13,2
Resultado del ejercicio	4.837	6.517	3.708	-43,1
Resto de fondos propios	907	-461	955	-307,2

Fuente: CNMV.

¹ Datos al final del periodo a valor de mercado.

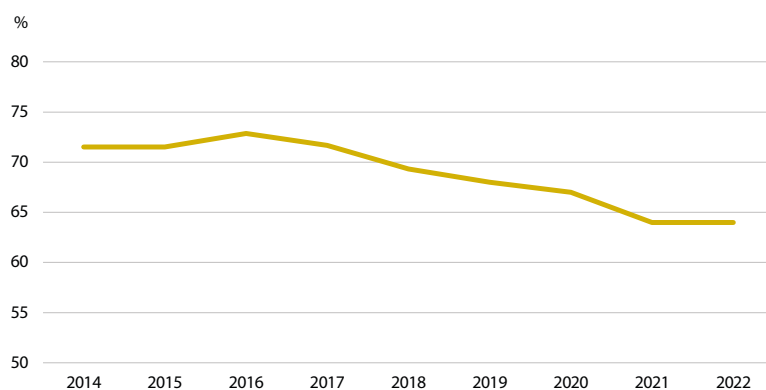
El beneficio conjunto de este tipo de entidades se contrajo de forma notable, al pasar de 6,5 millones de euros en 2021 a 3,7 millones en 2022. Este retroceso fue consecuencia, sobre todo, de un incremento de los gastos, ya que los ingresos por comisiones se mantuvieron estables en 58,8 millones de euros. Dentro de estos, las comisiones percibidas directamente de los clientes se redujeron un 4,9 %, hasta 43,1 millones, mientras que los ingresos por retrocesiones y demás comisiones que provienen de otras entidades crecieron un 17,4 % y alcanzaron los 13 millones de euros a finales de 2022.

Una visión complementaria de las entidades que prestan servicios de inversión

Resulta de interés analizar el negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión atendiendo al modelo de negocio de las entidades, en lugar de al tipo de entidad. Habitualmente la información sobre la actividad de prestación de servicios de inversión⁴⁴ se presenta en función del tipo de entidad que realiza dicha actividad (entidad de crédito, ESI o SGIIC). A pesar de ello, una visión más enfocada en el modelo de negocio de estas entidades podría resultar de mayor utilidad y reflejar de una forma más fidedigna la realidad de esta industria. Así, en este epígrafe se delimita con mayor exactitud qué parte del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión se lleva a cabo por parte de bancos que se podrían denominar *comerciales*, cuyos ingresos provienen mayoritariamente de la prestación de servicios bancarios típicos (depósitos, préstamos...) y qué parte la realizan entidades que se pueden considerar especializadas en la prestación de servicios de inversión. Este último grupo 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.

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

GRÁFICO 23



Fuente: CNMV.

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

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

Los cálculos efectuados revelan que en 2022 el 64 % del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión en España⁴⁵ correspondió a bancos comerciales tradicionales o entidades que pertenecen a sus grupos. El restante 36 % fue desarrollado por entidades financieras especializadas en la prestación de servicios de inversión y sin vinculación con la banca comercial. Esta proporción, similar a la de 2021, tiende a estabilizar la senda descendente del peso de la banca comercial en este sector que se observa desde 2017 (en 2016 este peso se situaba en el 73 %, véase gráfico 23).

Perspectivas

El negocio de la prestación de servicios de inversión presenta pocos cambios en relación con los patrones que vienen observándose desde hace algunos años con un predominio de las entidades de crédito en este sector y una diversificación del negocio por parte de las ESI. Las entidades de crédito han consolidado su relevancia en el ámbito de la prestación de servicios de inversión al incrementar progresivamente su participación en las comisiones percibidas por estos servicios. Así, esta participación, que se situaba en el 77 % del total en 2010, aumentó hasta el rango del 88-90 % en los años 2015-2016 y desde entonces se ha mantenido estable en estas proporciones tan elevadas. En paralelo, los ingresos percibidos por esta actividad también han mostrado una relevancia creciente dentro de las comisiones totales de las entidades de crédito: el porcentaje, que era del 18 % en 2010, se ha incrementado a lo largo de todos estos años hasta cifras superiores al 35 % en 2021 y 2022. El hecho de que este negocio haya tenido una consideración estratégica para las entidades de crédito también se ha manifestado en que la mayoría de ellas han ido incorporando de forma progresiva en sus matrices el negocio de sus sociedades y agencias de valores. Como consecuencia de estos cambios, el conjunto de sociedades y agencias de valores que continúan desarrollando su actividad se caracteriza, en términos generales, por ser entidades cada vez más independientes (de los bancos comerciales tradicionales) y presentar un negocio más diversificado entre los diferentes servicios de inversión que pueden prestar. Dentro de ellos, la comercialización de IIC, el asesoramiento en materia de inversión o la gestión de carteras son cada vez más importantes.

4.3 Sociedades gestoras de IIC

En 2022 el número de sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) permaneció estable (en 123), pero no su patrimonio gestionado, que experimentó un retroceso del 7,2 %, hasta 332.600 millones de euros⁴⁶. Este descenso, como se ha mencionado en epígrafes anteriores, se debió únicamente a la caída del valor de la cartera de las instituciones gestionadas. Como en años anteriores, la mayor parte del patrimonio correspondía a fondos de inversión mobiliarios nacionales, porcentaje que además aumentó casi 4 p.p. hasta situarse en el 93,7 %, seguido por las SICAV, con un 4,6 % (8,2 % un año antes). Es importante destacar, independientemente de estas cifras, que la gestión de IIC extranjeras por parte de las

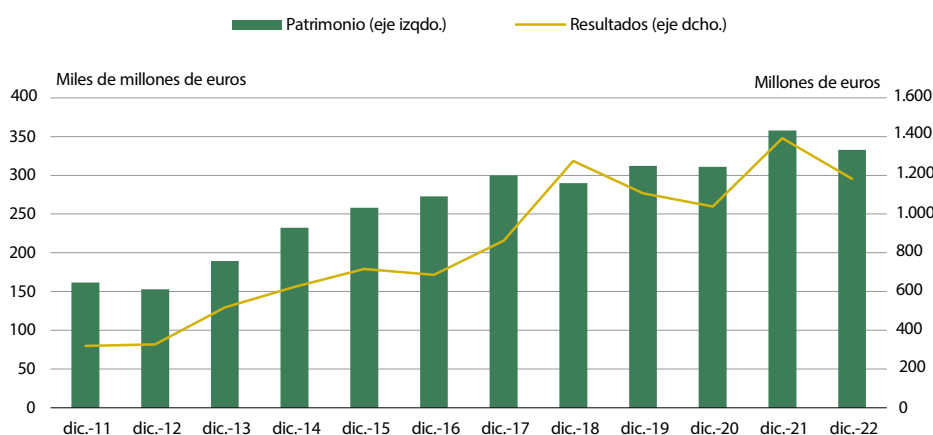
45 Medido a través de las comisiones percibidas e incluyendo la gestión de IIC.

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

sociedades gestoras nacionales experimentó un incremento del 0,7 %, a pesar de la contracción del patrimonio total de estos vehículos, y alcanzó 23,3 millones de euros. Esto parece indicar que las gestoras nacionales están aumentando su cuota de mercado en este segmento. Por su parte, el grado de concentración del sector continuó siendo elevado en 2022: la cuota conjunta de las 3 mayores gestoras era del 50,1 % del patrimonio total, casi 2 p.p. más que en 2021.

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

GRÁFICO 24



Fuente: CNMV.

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

CUADRO 18

Importes en millones de euros

	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones ¹ (%)
2014	232.232	2.004	0,85	61,80
2015	258.201	2.442	0,95	63,68
2016	272.906	2.347	0,86	61,67
2017	299.974	2.647	0,88	58,68
2018	290.364	2.649	0,91	51,24
2019	312.235	2.638	0,84	49,75
2020	311.043	2.551	0,82	49,72
2021	358.349	3.026	0,84	47,74
2022	332.588	2.832	0,85	50,49

Fuente: CNMV.

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

Los beneficios agregados antes de impuestos de las SGIIC se contrajeron un 15,1 % en 2022, hasta 1.034 millones de euros, como consecuencia de la disminución del patrimonio gestionado. Este hecho dio lugar a un descenso de las comisiones percibidas del 5,2 %, dentro de las cuales las comisiones por gestión de IIC

—que son, con diferencia, las más cuantiosas, con alrededor del 85 % del total de las comisiones percibidas por las gestoras— lo hicieron un 6,4 %, hasta 2.832 millones de euros (véase cuadro 18). Este importe representó el 0,85 % del patrimonio, una cifra muy similar a la del año previo (0,84 %). Como consecuencia de la disminución de los beneficios de estas entidades, se produjo un descenso de la ROE desde el 103,5 % a finales de 2021 hasta el 82,8 % en 2022. A su vez, el número de sociedades en pérdidas aumentó de forma notable, hasta situarse en 26 (14 en el ejercicio anterior), con un valor total de estas de 9,6 millones de euros, también muy por encima de los 5,7 millones de 2021.

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

Capital riesgo

La actividad de capital privado y capital riesgo continuó en 2022 la expansión de los últimos años, con un número elevado de nuevas entidades, mucho mayor en lo que se refiere a vehículos que a sociedades gestoras. Así, el número de vehículos de inversión registrados en la CNMV se incrementó en 184 (125 en 2021), tras 204 altas y 20 bajas, mientras que el número de gestoras lo hizo en 13 (3 en 2021), como consecuencia de 16 altas y 3 bajas.

En cuanto a las entidades de capital riesgo tradicionales⁴⁷, se produjeron un total de 137 altas y 15 bajas, por lo que al cierre del año había un total de 319 fondos de capital riesgo (FCR) y 310 sociedades de capital riesgo (SCR). En el caso de las entidades de capital riesgo pyme, se produjeron 7 altas y tan solo 1 baja, por lo que a 31 de diciembre de 2022 había un total de 39 vehículos (14 fondos y 25 sociedades). También se inscribió un número importante de fondos de capital riesgo europeos (FCRE), concretamente 42, y 2 fondos de emprendimiento social europeo (FESE), lo que hizo que a finales de año hubiera un total de 85 y 8 entidades, respectivamente, de estas tipologías⁴⁸.

Las entidades de inversión colectiva cerradas experimentaron un crecimiento en 2022 algo inferior al de los años anteriores, por lo que el ejercicio se cerró con 94 vehículos de este tipo. Esta cifra, repartida en 56 fondos y 38 sociedades, supone un aumento de 13 vehículos, todos fondos, en relación con el dato de cierre de 2021, y se explica tras 16 altas y 3 bajas producidas a lo largo del año. Cabe mencionar que esta figura de inversión colectiva goza de una elevada flexibilidad tanto en su política de inversión como en el cumplimiento de coeficientes de inversión, que son más restrictivos en el caso de las entidades de capital riesgo.

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

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

	Situación a 31/12/2021	Altas	Bajas	Situación a 31/12/2022
Entidades				
Fondos de capital riesgo	276	53	10	319
Fondos de capital riesgo pyme	13	2	1	14
Fondos de capital riesgo europeos	44	42	1	85
Fondos de emprendimiento social europeo	6	2	0	8
Sociedades de capital riesgo	231	84	5	310
Sociedades de capital riesgo pyme	20	5	0	25
Total entidades de capital riesgo	590	188	17	761
Fondos de inversión colectiva cerrados	43	14	1	56
Sociedades de inversión colectiva cerradas	38	2	2	38
Total entidades de inversión colectiva cerradas	81	16	3	94
Sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado (SGEIC)	122	16	3	135

Fuente: CNMV.

Los datos correspondientes a 2022, facilitados por SPAINCAP⁴⁹, muestran un incremento del 15 % en el volumen de inversión respecto a 2021, hasta 8.735 millones de euros en 935 operaciones, por lo que continúa el dinamismo observado en 2021. Como en años anteriores, la inversión llevada a cabo por fondos internacionales fue mayoritaria, ya que supuso el 80,7 % del volumen total, gracias, en parte, a su protagonismo en las grandes operaciones (las de más de 100 millones de euros). Desde el punto de vista de la fase de desarrollo del proyecto, el segmento de *venture capital* (fases semilla y arranque) fue, como en ejercicios precedentes, el más activo en número de operaciones, con un total de 745 (691 en 2021), en las que se invirtieron casi 1.500 millones de euros.

Plataformas de financiación participativa (PFP)

El Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa (PSFP), establece la obligatoriedad de adaptación a esta normativa de las PFP que operaban de acuerdo con la legislación nacional. El plazo para llevar a cabo esta adaptación se amplió mediante la aprobación del Reglamento Delegado (UE) 2022/2311 de la Comisión, publicado el 21 de octubre de 2022, hasta el 10 de noviembre de 2023. De esta forma, las PFP inscritas en el registro de la CNMV y que todavía no se han adaptado al reglamento europeo disponen de un año más para hacerlo. Hasta el 31 de diciembre de 2022 se había autorizado la adaptación de seis plataformas al mencionado reglamento europeo, dos de las cuales culminaron el proceso el mismo 2022.

49 Asociación que agrupa a las entidades de capital riesgo en España, anteriormente conocida como ASCRI.

Por lo que se refiere a las PFP que operan todavía según la normativa nacional, la actividad durante 2022 fue escasa. Así, no se resolvió ninguna autorización a lo largo del año, aunque se inscribió 1 PFP y se dieron de baja 2, lo que hizo que al cierre del ejercicio hubiera 26 inscritas. De hecho, de estas 26, únicamente 24 eran propiamente PFP, ya que las otras 2, como se ha mencionado en el párrafo anterior, ya habían culminado el proceso de cambio a PSFP (véase cuadro 20).

Número de PFP y PSFP registrados

CUADRO 20

Tipo de plataforma	Valores	Préstamos	Mixta	Total
PFP	8	6	10	24
PSFP	2	0	0	2
Total acumulado	10	6	10	26

Fuente: CNMV.

II Informes y análisis

Riesgo de transición en los fondos de inversión españoles

Ricardo Crisóstomo (*)

(*) Ricardo Crisóstomo pertenece al Departamento de Estudios y Estadísticas de la CNMV.

Resumen¹

La transición hacia una economía baja en carbono puede generar riesgos para la estabilidad financiera derivados de la materialización de escenarios de transición que no hayan sido previstos por los agentes económicos. El análisis realizado pone de manifiesto que los riesgos para el sistema financiero derivados de una transición tardía y desordenada son sustanciales. No obstante, aunque la transición climática generará costes para las empresas, estos riesgos deben considerarse junto con los beneficios de limitar el calentamiento global, de manera que se evalúen de forma conjunta los costes y oportunidades de la transición ecológica.

1 Introducción

La transición hacia una economía baja en carbono puede generar riesgos para la estabilidad financiera derivados de la materialización de escenarios de transición que no hayan sido previstos por los agentes económicos. La incertidumbre ocasionada por cambios en las preferencias de los inversores, disrupciones tecnológicas y la implantación de políticas climáticas, especialmente de forma abrupta, puede provocar una caída prolongada en el tiempo del precio de los activos financieros. Cuanto mayor sea la incertidumbre y más abrupta la implantación de las políticas, más repentina será la caída de los precios.

La transición ecológica aumentará los costes operativos de las empresas con altas emisiones de carbono y reducirá la demanda de sus productos. Estos cambios pueden incrementar los costes de financiación, reducir el valor de los activos varados y de los activos intensos en carbono (activos *marrones*), y deteriorar la calidad crediticia de los emisores, generando pérdidas en los instrumentos financieros emitidos por las compañías vulnerables a la transición.

Analizar el vínculo entre fondos de inversión y empresas con altas emisiones de carbono permite obtener indicadores de alerta temprana sobre el riesgo sistémico derivado de la transición climática. El compromiso con la descarbonización de sus carteras y la divulgación de nueva información climática y medioambiental pueden hacer que los inversores reduzcan o rechacen las inversiones con altas emisiones de carbono, produciéndose un efecto de contagio en las exposiciones superpuestas y un riesgo de huida de los activos marrones. Asimismo, las entidades financieras con acciones y deuda en empresas marrones también podrían verse afectadas por la transición, debido al incremento del riesgo de crédito y de mercado en sus carteras.

1 Este artículo resume la metodología y el análisis recogido en Crisóstomo (2022). *Medición del riesgo de transición en fondos de inversión*. CNMV, Documento de Trabajo n.º 81.

Para cuantificar el impacto de la transición climática, Crisóstomo (2022) propone un marco de trabajo que estima la pérdida de valor que podría sufrir cada activo individual de una cartera ante un escenario adverso de riesgo de transición. La vulnerabilidad de cada contraparte a la transición climática se evalúa, en este estudio, a partir de su intensidad de carbono y sector económico. Asimismo, para cada exposición de la cartera se consideran medidas de riesgo de crédito y riesgo de mercado que permiten valorar el riesgo inherente a posiciones con diferente calidad crediticia, duración, convexidad o volatilidad.

Este análisis pone de manifiesto que los fondos de inversión sufrirían pérdidas moderadas en un escenario de elevado riesgo de transición. En conjunto, la pérdida de valor *mark-to market* (MtM) en el sector de fondos de inversión es del 5,69 %. Sin embargo, la distribución de pérdidas muestra una asimetría elevada, y el 1 % de los fondos con peor comportamiento experimenta una pérdida media del 21,34 %. Estas cifras suponen una cota inferior de las pérdidas potenciales en el sector de fondos, ya que únicamente tienen en cuenta los efectos directos y de primera ronda de la transición climática. Factores amplificadores como el impacto en el mercado de las ventas forzadas, la relación entre beneficios y reembolsos, el contagio indirecto u otros factores sistémicos podrían desencadenar efectos en cascada e impactos no lineales que aumenten la pérdida final.

También se concluye que los fondos sostenibles se comportan mejor que el sector general de fondos en la transición verde. En cuanto al riesgo de cola, los vehículos sostenibles situados en los tramos 1 % y 5 % con peor comportamiento sufren una pérdida del 14,65 % y del 11,00 % (frente al 21,34 % y al 15,47 % en el sector de fondos). En términos agregados, la pérdida observada en el conjunto de fondos sostenibles es del 5,70 %, inferior al 5,92 % que obtendría la cartera del sector de fondos con inversiones comparables en términos de clases de activos. Estas cifras indican que los fondos sostenibles están ligeramente menos expuestos al riesgo de transición e invierten en activos financieros que se comportan mejor que sus comparables sectoriales en la transición climática.

Asimismo, las carteras de los fondos españoles presentan menor riesgo de transición que sus equivalentes europeos. Utilizando el marco desarrollado por Alessi y Battiston (2022), el coeficiente de exposición al riesgo de transición (TEC por sus siglas en inglés) de los fondos españoles es del 4,37 %, frente al 6,11 % de los fondos de la Unión Europea. Considerando el porcentaje de cartera que se incluye en el cálculo, el TEC ajustado de los fondos españoles aumenta hasta el 12,91 % (frente al 29,2 % de los fondos de la Unión Europea). Asimismo, los fondos sostenibles presentan un TEC y un TEC ajustado significativamente menores a los de los fondos españoles y de la Unión Europea, lo que refuerza su consideración como inversiones verdes.

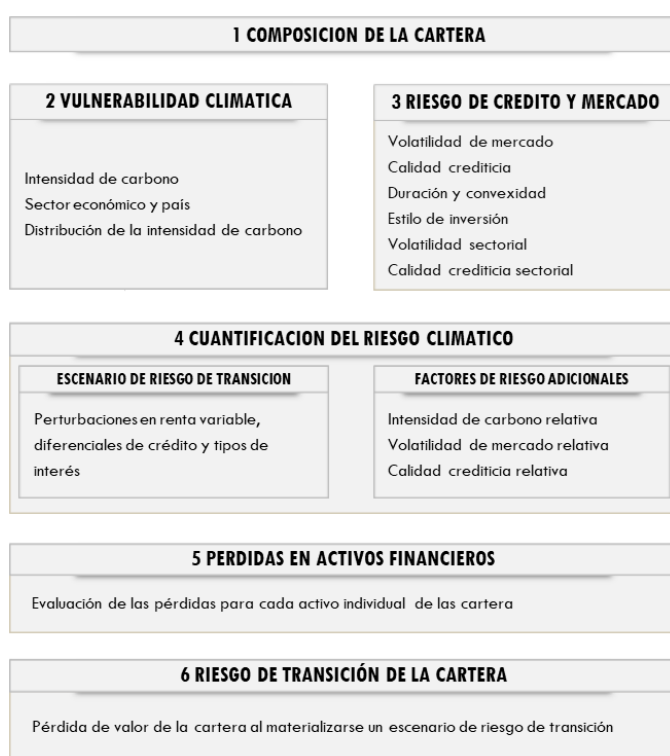
2 Medición del riesgo de transición en carteras de inversión

A continuación se recogen los principales aspectos de la metodología empleada para cuantificar el impacto de la transición climática en las carteras de inversión². El gráfico 1 describe los pasos y factores de riesgo utilizados para estimar el riesgo de transición en los fondos de inversión.

La evaluación del riesgo climático se inicia con la cartera a nivel de código ISIN de cada fondo de inversión. La sensibilidad de cada contraparte a la transición climática se deriva de su intensidad de carbono y del sector económico en el que opera³. Los sectores económicos con más emisiones gases de efecto invernadero (GEI), como *utilities*, transporte, minería y combustibles fósiles, corren un mayor riesgo de sufrir pérdidas en la transición climática, debido a que las políticas destinadas a reducir las emisiones y facilitar la transición verde pueden influir negativamente en las industrias intensivas en carbono en referencia a su intensidad de carbono.

Pasos y factores de riesgo empleados para cuantificar el riesgo de transición

GRÁFICO 1



Fuente: Crisóstomo (2022).

2 La metodología completa se puede consultar en Crisóstomo (2022).

3 Debido a los problemas de disponibilidad y comparabilidad de las emisiones de alcance 3, los cálculos de intensidad de carbono incluyen únicamente los alcances 1 y 2, lo que puede infraestimar las emisiones de algunos sectores respecto a otros. Asimismo, como se recoge en Crisóstomo (2022), la intensidad de carbono se calcula dividiendo las emisiones por el nivel de ingresos, lo que genera intensidades relativamente mayores en empresas no consolidadas o de tecnologías recientes que todavía no han alcanzado un elevado nivel de ingresos.

Más allá de la información sectorial, factores específicos de cada empresa, como su combinación de productos, su dependencia de diferentes fuentes de energía o su cartera tecnológica, también pueden alterar significativamente su perfil de riesgo climático. Por tanto, además de factores sectoriales, se emplean datos individuales por empresa para discriminar entre las compañías mejor y peor situadas en cada sector económico.

Asimismo, incluso para una misma empresa, el comportamiento de sus instrumentos financieros será diferente según el tipo de activo considerado y las características de cada exposición. Para los instrumentos de crédito, el riesgo de pérdida varía según la calidad crediticia, garantía, duración y convexidad de cada exposición. Del mismo modo, el riesgo de pérdida de los instrumentos de renta variable también varía en función de factores de mercado como la volatilidad del activo subyacente.

Sobre esta base, Crisóstomo (2022) desarrolla una metodología que cuantifica la pérdida de valor que cada exposición individual y, por tanto, la cartera correspondiente podrían sufrir en un escenario adverso de riesgo de transición. Esta metodología permite evaluar de forma coherente el riesgo de transición de cinco clases de activos interrelacionados: i) renta variable, ii) bonos corporativos, iii) deuda soberana, iv) inversión en otros fondos y v) efectivo y equivalentes de efectivo.

3 Datos, calibración y escenario climático

Los datos del sector de fondos de inversión se obtienen de la composición detallada de cada cartera reportada a la CNMV. Para todos los fondos, se considera la cartera reportada en junio de 2021. La base de datos está compuesta por 1.629 fondos de inversión con 88.631 posiciones individuales. El importe total de los activos gestionados (AuM) incluidos en la base de datos es de 307.373 millones de euros. Las exposiciones de los fondos se clasifican en 5 clases de activos que representan más del 99 % de los activos gestionados por los fondos de inversión españoles: i) renta variable, ii) bonos corporativos, iii) deuda soberana, iv) inversión en otros fondos y v) efectivo y equivalentes de efectivo. El cuadro 1 muestra la distribución de las carteras de los fondos de inversión por clase de activo.

Distribución de la cartera de los fondos de inversión

CUADRO 1

Clase de activo	Cuota de inversión (AuM, %)	N.º de posiciones	ISIN únicos
Renta variable	15,46	3.1834	4.196
Bonos corporativos	19,68	2.8274	5.598
Deuda soberana	20,97	8.532	1.462
Inversión en otros fondos	34,42	1.2877	3.802
Efectivo y equivalentes	8,81	6.191	-

Fuente: Crisóstomo (2022).

El cuadro 2 resume los indicadores climáticos y financieros empleados para estimar el riesgo de transición de cada exposición. Las medidas de riesgo de crédito y mercado (i.e.: calidad crediticia, duración, convexidad, volatilidad y estilo de inversión) se obtienen directamente para cada código ISIN, mientras que los indicadores climáticos (i.e.: intensidad de carbono, sector económico y país) se obtienen para el emisor de cada exposición. Si algún indicador climático no está disponible para el emisor, la información se obtiene de su matriz o su matriz final. Este procedimiento proporciona una cobertura de datos en términos de AuM del 97,1 % en promedio, oscilando entre el 91,2 % y el 100 % según el *input* considerado.

Medidas de riesgo climático y financiero según la clase de activo

CUADRO 2

Clase de activo	Medidas de riesgo climático			Medidas de riesgo financiero				
	Intensidad de carbono	Sector económico	País	Calidad crediticia	Duración	Convexidad	Volatilidad	Vocación inversora
Bonos corporativos	✓	✓	-	✓	✓	✓	-	-
Deuda soberana	✓	-	✓	✓	✓	✓	-	-
Renta variable	✓	✓	-	-	-	-	✓	-
Inversión en otros fondos	✓	-	-	-	-	-	-	✓
Cobertura AuM (%)	91,8	100,0	100,0	93,5	100,0	100,0	91,2	100,0

Fuente: Crisóstomo (2022).

3.2 Escenario de riesgo climático

Para garantizar una evaluación de riesgo coherente entre diferentes sectores económicos, zonas geográficas, clases de activos y exposiciones individuales, se emplea un enfoque de modelización *top-down*. El presente análisis parte de un escenario climático global que genera proyecciones macroeconómicas y medioambientales con desglose sectorial y geográfico.

En el sector financiero, los escenarios desarrollados por la Network for Greening the Financial System (NGFS) constituyen un marco de referencia común para analizar los riesgos climáticos para la economía y el sistema financiero. En cuanto al riesgo de transición, uno de los escenarios de la NGFS considera una transición tardía, en la que las políticas climáticas no se introducirían hasta 2030. En consecuencia, se asume que en 2030 deberá realizarse una implementación abrupta y desordenada de las medidas climáticas para limitar el calentamiento global. Este escenario provoca un rápido incremento de los precios del carbono y genera perturbaciones geográficas y sectoriales que afectan a toda la economía (véase NGFS, 2021).

Las proyecciones macroeconómicas y medioambientales acordes con la transición tardía de la NGFS se obtienen de los modelos NiGEM y REMING-MagPIE. Usando estas proyecciones, la Junta Europea de Riesgo Sistemático (ESRB) y el Banco Central Europeo (ECB) proporcionan *shocks* climáticos para diferentes clases de activos que son representativos de la transición tardía. Estos impactos concentran el *shock* en los precios de los activos que se espera durante un periodo de tres años (2030-2033) y se han empleado también en los test de estrés de 2022 en los fondos de pensiones

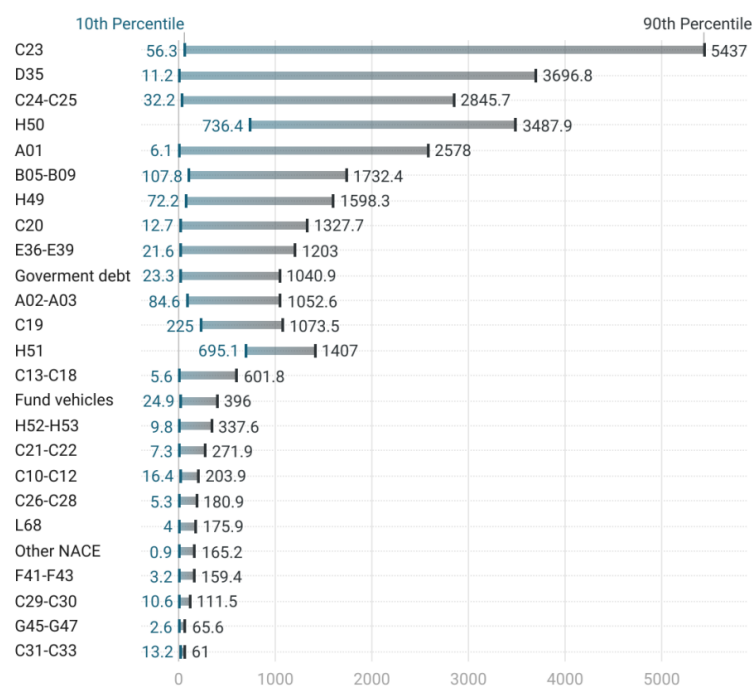
y bancos de la Unión Europea (véanse ESRB, 2022; EIOPA, 2022; ECB, 2022; Crisóstomo, 2022).

3.3 Perturbaciones a nivel de ISIN

Para incrementar la granularidad del análisis se considera la vulnerabilidad climática de las contrapartes y los indicadores de riesgo financiero obtenidos específicamente para cada exposición. En cuanto a las contrapartes, el gráfico 2 resume los datos de intensidad de carbono de los 25 segmentos económicos considerados en el estudio.

Intensidad de CO₂ por segmento económico

GRÁFICO 2



Fuente: Crisóstomo (2022). Nota: La intensidad de carbono se calcula como las emisiones equivalentes de CO₂ directas (alcance 1) e indirectas (alcance 2) en toneladas normalizadas por las ventas netas o ingresos en millones de dólares.

El gráfico 2 muestra que la intensidad de carbono varía sustancialmente entre sectores económicos. La mayor intensidad de carbono se observa en los sectores C23 (fabricación de otros productos no metálicos), D35 (suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado) y H50 (transporte de agua). En cambio, las tecnologías de la información y los servicios profesionales, científicos y técnicos (ambos incluidos en otros NACE) se encuentran entre los emisores más bajos. Además, la dispersión intrasectorial de las emisiones de GEI en muchos segmentos es considerablemente alta. Por ejemplo, los percentiles 10.º a 90.º del subsector C23 van de 56,3 a 5.437 tCO₂e/ms, mientras que en el subsector D35 varían de 11,2 a 3.696,8 tCO₂e/ms.

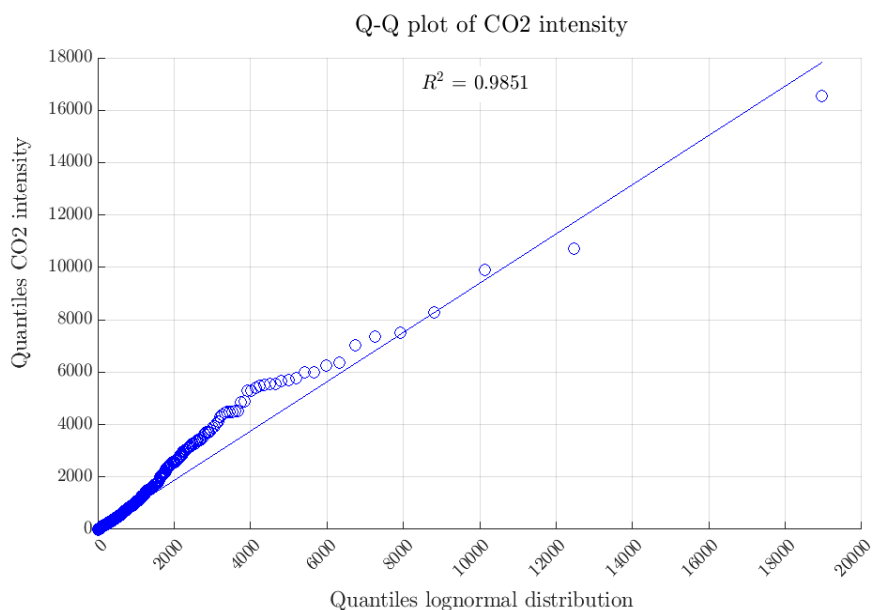
Para considerar la dispersión intrasectorial de GEI, se emplean datos individuales de cada empresa. En el subsector C23, la intensidad de carbono media es de 891,8 tCO₂e/ms, pero hay empresas con una intensidad de carbono inferior a 100, mientras que otras registran cifras superiores a 5.000. La variabilidad puede explicarse por las

diferentes tecnologías y fuentes de energía que utiliza cada empresa para fabricar productos no metálicos. El NACE C23 incluye a todos los fabricantes de productos de cemento, vidrio, arcilla y cerámica, con independencia de que su proceso de fabricación emplee tecnologías basadas en energías renovables o métodos tradicionales que queman combustibles fósiles. En consecuencia, la mediana del sector puede subestimar o sobrestimar la intensidad de carbono de las empresas y generar sesgos en la evaluación del riesgo de transición. Cabe tomar en cuenta que el cálculo de la intensidad de carbono solo incluye las emisiones de alcance 1 y 2.

Para discriminar entre compañías, se emplea una distribución lognormal para modelar la intensidad de carbono de cada sector. Como recoge Crisóstomo (2022), la distribución lognormal resulta apropiada para describir los datos de intensidad de carbono, ya que: i) se puede asumir que las emisiones de GEI están limitadas por cero y ii) los emisores con alto contenido de carbono muestran una intensidad de carbono mucho más alta que sus comparables sectoriales, lo que genera distribuciones sesgadas a la derecha⁴. Además, el ajuste de la distribución lognormal a los datos empíricos de intensidad de carbono mejora a medida que aumenta el número de observaciones. El gráfico 3 recoge el gráfico Q-Q de la intensidad de CO₂ para el conjunto de 4.621 contrapartes, mostrando que un modelo lognormal describe de forma adecuada los datos de intensidad de carbono ($R^2 = 0,9851$).

Gráfico lognormal Q-Q de intensidad de CO₂

GRÁFICO 3



Fuente: Crisóstomo (2022).

Las medidas de riesgo de crédito y de mercado también muestran una elevada variabilidad intrasectorial, lo que motiva el uso de datos individualizados de cada posición para complementar la información sectorial. Los indicadores de riesgo

4 La intensidad de carbono muestra asimetría positiva en 24 de los 25 segmentos económicos analizados.

financiero se utilizan para estimar la pérdida potencial que los instrumentos con diferente calificación crediticia, duración, convexidad o volatilidad podrían experimentar en un escenario adverso de riesgo de transición.

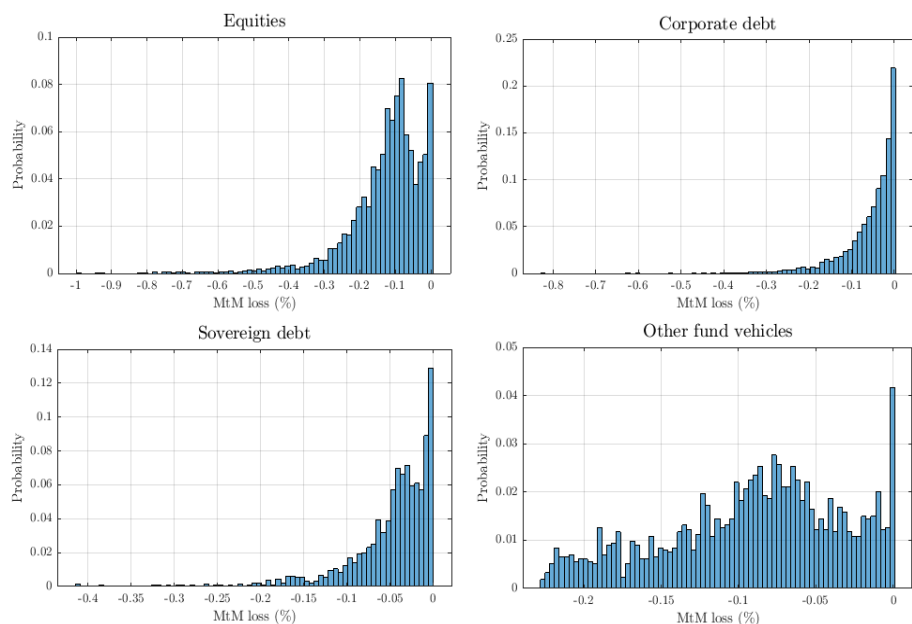
4 Resultados empíricos

En primer lugar, se presenta la distribución del riesgo de transición para cada tipo de activo. A continuación, se consideran las pérdidas obtenidas por las carteras de fondos de inversión y se analiza el comportamiento de los fondos sostenibles. Por último, se muestran los resultados de una medición alternativa de riesgo de transición diseñada para abordar los problemas de comparabilidad que generalmente se observan en la medición de las emisiones de GEI.

4.1 Pérdidas por riesgo de transición en cada clase de activo

El gráfico 4 muestra la distribución de pérdidas por riesgo de transición en cada clase de activo. Las mayores pérdidas se observan en las inversiones en acciones (-12,71 % de media), seguidas de los bonos corporativos (-5,61 %) y la deuda soberana (-4,77 %). Sin embargo, existe una variabilidad sustancial en los instrumentos financieros incluidos en cada clase de activo. El cuadro 3 presenta una caracterización de los instrumentos con mejor y peor comportamiento. En renta variable, los activos situados en el 1 % de peor comportamiento sufren una pérdida media del 70,96 % y se caracterizan por empresas con una elevada intensidad de carbono (1.812,3 tCO₂e/ms de media) que operan en sectores contaminantes (NACE B, C19 y D35). Por otro lado, las acciones emitidas por empresas con una huella de carbono próxima a cero experimentan las menores pérdidas.

Distribución de pérdidas por riesgo de transición en cada clase de activo GRÁFICO 4



Fuente: Crisóstomo (2022).

En la deuda corporativa, destaca que una gran parte de los bonos sufren pérdidas reducidas. Además de los bonos emitidos por empresas con bajas emisiones, casi la mitad de la deuda corporativa de la base de datos utilizada presenta un vencimiento corto (menos de 3 años), por lo que soportaría unas pérdidas reducidas en un escenario de ampliación de los diferenciales de crédito. Por el contrario, los bonos corporativos emitidos por empresas con elevadas emisiones de GEI (755,24 tCO₂e/m\$) y vencimientos residuales largos (duración media de 24,01) sufren las mayores caídas.

Características de los instrumentos financieros con mejor y peor comportamiento

CUADRO 3

Clase de activo	Vulnerabilidad climática			Riesgo de crédito y de mercado			Estilo de inversión
	Pérdida MtM (%)	Intensidad de carbono (tCO ₂ e/m\$)	NACE / País	CQS	Duración (años)	Volatilidad (%)	
Acciones (peor 1 %)	-70,96	1.812,30	B05-09; C19; D35	-	-	66,33	-
Bonos corporativos (peor 1 %)	-37,22	755,24	D35, otros	2,72	24,01	-	-
Deuda soberana (peor 1 %)	-31,03	59,54	BE, DE, FR, ES	1,23	32,54	-	-
Otros fondos (peor 1 %)	-22,20	1.127,28	-	-	-	-	Acciones
Acciones (mejor 1 %)	< -0,01	5,89	A01; C21,22,24-28; L68	-	-	34,94	-
Bonos corporativos (mejor 1 %)	< -0,01	7,88	C13-18; C23-25	2,09	3,72	-	-
Deuda soberana (mejor 1 %)	< -0,01	116,83	PO, RO, HU, CH	1,82	0,12	-	-
Otros fondos (mejor 1 %)	< -0,01	2,46	-	-	-	-	Bonos corporativos y soberanos
Acciones (todas)	-12,71	271,79	-	-	-	37,06	-
Bonos corporativos (todos)	-5,61	190,73	-	2,27	4,52	-	-
Deuda soberana (todas)	-4,77	351,00	-	1,92	5,31	-	-
Otros fondos (todos)	-9,07	193,80	-	-	-	-	-

Fuente: Crisóstomo (2022). Notas: Las cifras de pérdida MtM, intensidad de carbono, CQS, duración y volatilidad se expresan como la media ponderada de todos los instrumentos financieros incluidos en el subconjunto correspondiente.

La distribución del riesgo de transición en la deuda soberana también muestra una alta proporción de bonos con pérdidas reducidas. Al igual que en la deuda corporativa, la resiliencia de estos instrumentos se deriva del efecto combinado de emisores con baja intensidad de carbono y bonos con vencimiento a corto plazo. Dos tercios de los bonos soberanos de la base de datos utilizada sufren una pérdida inferior al 5 %, comportándose mejor que otras clases de activos. Sin embargo, se observan pérdidas considerables en los bonos soberanos con vencimiento a largo plazo (duración 32,5) emitidos por países que están más expuestos a la transición climática⁵.

5 Para comprender los resultados de la deuda soberana, conviene recordar que el escenario macroeconómico calibrado por el BCE y el ESRB determina el incremento del tipo de interés soberano para los principales emisores. Los mayores aumentos se observan en los bonos a largo plazo de varios países

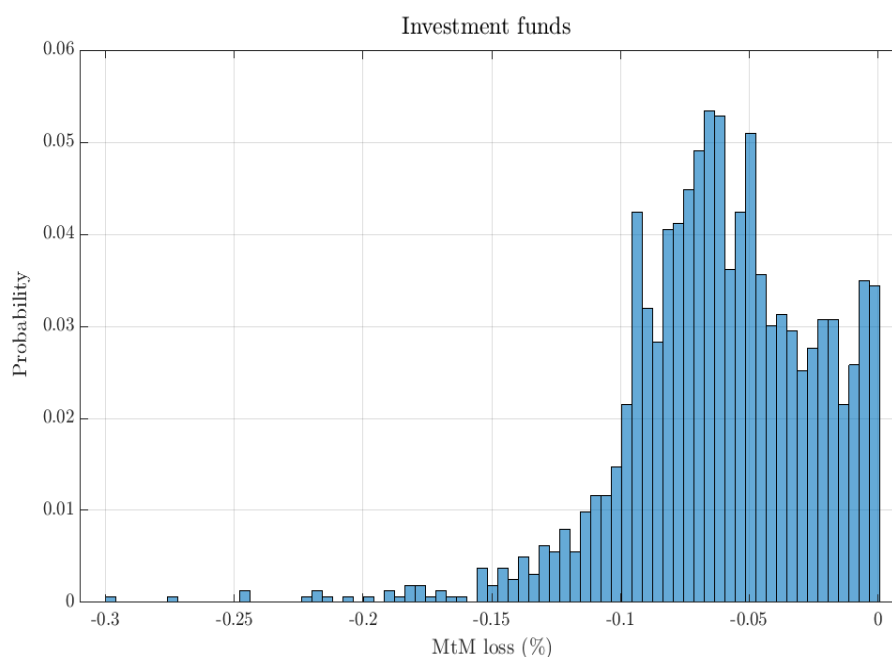
4.2 Pérdidas por riesgo de transición en los fondos de inversión españoles

El gráfico 5 muestra la distribución de pérdidas por el riesgo de transición en los fondos españoles. La pérdida media en el sector de fondos es del 5,69 %, lo que supone una pérdida total de 17.500 millones de euros. Esta pérdida únicamente tiene en cuenta los efectos directos y de primera ronda de la transición climática. Factores amplificadores como el impacto en el mercado de las ventas forzadas, la relación entre beneficios y reembolsos, el comportamiento de los gestores, el contagio indirecto u otros factores sistémicos podrían desencadenar efectos en cascada e impactos no lineales que aumentarían la pérdida final.

La distribución del riesgo de transición para los fondos de inversión está significativamente sesgada hacia la izquierda (-0,97 de asimetría), mostrando una notable dispersión entre carteras de inversión. En un escenario de transición desordenada, los fondos incluidos en el 1 % con peor comportamiento sufren una pérdida media del 21,33 %, mientras que los fondos del mejor 1 % no experimentan ninguna pérdida.

Distribución del riesgo de transición del sector de fondos de inversión

GRÁFICO 5



Fuente: Crisóstomo (2022).

Europeos. Por tanto, los bonos emitidos por algunos países de la Unión Europea se encuentran entre los que presentan peores resultados a pesar de tener buena calificación crediticia y una intensidad de carbono relativamente baja. Por el contrario, el escenario calibrado asigna *shocks* negativos al tipo de interés de la deuda pública de Polonia, Rumanía y varios tramos de vencimiento en China y Hungría. En consecuencia, las exposiciones crediticias que experimentan una bajada de tipos de interés tienen buen comportamiento a pesar de estar emitidas, particularmente en el caso de China, por un país que es el mayor emisor de CO₂ del mundo.

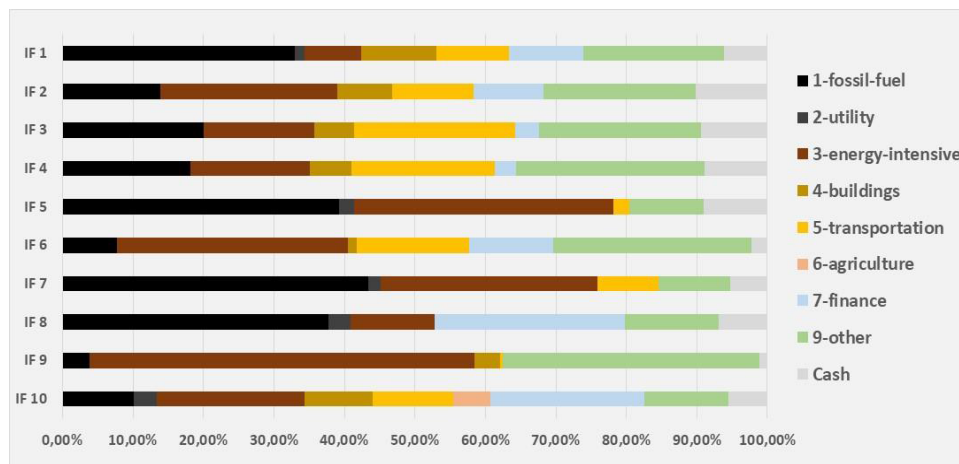
La composición detallada de cada fondo permite analizar los determinantes del riesgo de transición y caracterizar las carteras que experimentan las mayores pérdidas. Los fondos que invierten en acciones de empresas altamente contaminantes son los que peor se comportan en la transición climática. En concreto, los fondos situados en el peor 1 % invierten el 94,8 % de su cartera en renta variable y muestran una intensidad de carbono promedio de 998,9 tCO₂e/m\$15. En cambio, el sector agregado de fondos solo invierte un 15,46 % en renta variable y muestra una intensidad de carbono de 137,2.

El gráfico 6 muestra el desglose por sector económico de los 10 fondos de inversión que registran la mayor pérdida. Los fondos con peor rendimiento invierten el 64,6 % de su cartera en los sectores relevantes para la política climática (CPRS por sus siglas en inglés), que se espera que tengan peor comportamiento en la transición hacia una economía baja en carbono (véase Battiston *et al.*, 2017)⁶. En comparación, el sector general de fondos tiene el 12,2 % de su cartera en sectores CPRS.

Por el contrario, hay 34 de los 1.626 fondos que no registran ninguna pérdida. Sin embargo, esta cifra está condicionada en parte por fondos que se encuentran en liquidación o que se han constituido recientemente. En particular, la mitad de los fondos sin pérdida tienen un volumen de activos gestionados inferior al mínimo legal, lo que sugiere que están en constitución o liquidación. Sin considerar estos vehículos, los fondos del mejor 1 % mantienen la mayor parte de su cartera en efectivo e instrumentos equivalentes de efectivo, por lo que se comportan, por tanto, relativamente mejor en un escenario climático adverso.

Desglose sectorial de los 10 fondos con peor rendimiento

GRÁFICO 6



Fuente: Crisóstomo (2022).

6 Los sectores relevantes para las políticas climáticas son los combustibles fósiles, los servicios públicos, la intensidad energética, la construcción y la agricultura.

4.3 Fondos sostenibles

La cartera de fondos sostenibles muestra diferencias con el sector general de fondos. Como se observa en el cuadro 4, los fondos sostenibles invierten un mayor porcentaje de su cartera en renta variable (25,17 % frente al 15,46 % en el sector de fondos). Sin embargo, incluso sobreponderando los activos de mayor riesgo (renta variable), los fondos sostenibles se comportan mejor que el sector de fondos de inversión en la transición climática. Respecto al riesgo de cola, los fondos sostenibles situados en el peor 1 % y 5 % registran una pérdida media del 14,65 % y del 11,00 % (frente al 21,34 % y el 15,47 % del sector de fondos). En términos agregados, la pérdida observada en los fondos sostenibles es solo del 5,70 %, inferior al 5,92 % que obtendría la cartera del sector de fondos con inversiones comparables en términos de clases de activos.

Los fondos sostenibles también muestran una intensidad de carbono más baja que el sector de fondos (115,52 frente a 137,22). La menor huella de carbono puede explicarse por: i) una mayor ponderación de sectores con bajas emisiones de carbono y ii) una selección de contrapartes que presentan menor intensidad de carbono que la media de su sector. Sin embargo, el cuadro 10 apunta a que el mejor comportamiento de los fondos sostenibles no es homogéneo en todas las clases de activos. En acciones y participaciones en otros fondos, los fondos sostenibles invierten en instrumentos con una menor huella de CO₂, que se comportan mejor que sus comparables. Por ejemplo, la cartera de renta variable de los fondos sostenibles muestra una intensidad de carbono promedio de 147,40 y sufre una pérdida del 7,82 %. En comparación, la cartera de renta variable de todo el sector de fondos registra una intensidad de carbono de 224,37 y experimenta una pérdida promedio del 9,30 %.

Rendimiento de los fondos sostenibles por clase de activos

CUADRO 4

Clase de activo	Fondos sostenibles			Sector de fondos		
	Cuota de inversión (% de activos gestionados)	Pérdida MtM (%)	Intensidad de carbono (tCO ₂ e/m\$)	Cuota de inversión (% de activos gestionados)	Pérdida MtM (%)	Intensidad de carbono (tCO ₂ e/m\$)
Acciones	25,17	-7,82	147,40	15,46	-9,30	224,37
Bonos corporativos	24,17	-5,57	143,30	19,68	-4,02	137,43
Deuda soberana	15,49	-4,68	56,46	20,97	-3,27	65,18
Otros fondos	26,03	-6,38	134,63	34,42	-8,06	179,59
Cartera completa	100,00	-5,70	115,52	100,00	-5,69 / -5,92	137,22
Fondos peor 1 %	-	-14,65	201,03	-	-21,34	998,92

Fuente: Crisóstomo (2022). Notas: Las pérdidas MtM se calculan como la media ponderada de activos gestionados de todas las posiciones en la cartera correspondiente. La pérdida de -5,92 % en el sector de fondos representa la pérdida MtM que se obtendría en la cartera representativa del sector de fondos con una ponderación de clases de activos equivalente a la de los fondos sostenibles.

Por el contrario, la cartera de bonos corporativos de los fondos sostenibles presenta una intensidad de carbono ligeramente superior a la del sector agregado. En consecuencia, la pérdida registrada por los fondos sostenibles en bonos corporativos es superior a la pérdida observada en el sector de fondos. Este resultado sugiere que las decisiones de inversión de los fondos sostenibles en bonos corporativos tienen margen de mejora para obtener una cartera más respetuosa con el clima.

4.4 Análisis de robustez: Alessi y Battiston (2022)

La falta de información comparable y verificada de forma independiente sobre emisiones de GEI constituye uno de los principales retos en los análisis de riesgo climáticos. Para atajar los problemas observados en la medición de GEI, Alessi y Battiston (2022) proponen dos medidas de alineación verde y riesgo de transición que son transparentes y fácilmente replicables. Usando códigos NACE de cuatro dígitos, Alessi y Battiston (2022) cuantifican la alineación verde como la proporción de cada sector económico que se ajusta a la taxonomía de la Unión Europea para actividades sostenibles (coeficiente de alineación a la taxonomía o TAC). Además, dado que la alineación verde no proporciona una evaluación directa del riesgo, Alessi y Battiston (2022) también consideran la proporción de cada sector que se invierte en actividades con elevada huella de carbono (coeficiente de exposición al riesgo de transición o TEC).

El cuadro 5 muestra el TEC y el TAC de los fondos españoles en comparación con el sector de la Unión Europea. Para entender estas cifras, hay que tener en cuenta que el método de Alessi y Battiston (2022) únicamente cubre las inversiones con código NACE (es decir, acciones y bonos corporativos). Por tanto, las exposiciones sin código NACE (deuda soberana y participaciones en otros fondos) se incluyen, en la práctica, como un cero en la agregación, lo que reduce el TAC y el TEC de las carteras. Por tanto, para complementar estas métricas, se calcula un TEC y un TAC ajustados que consideran el porcentaje de cada cartera incluido en los cálculos. Este ajuste proporciona cifras estandarizadas que pueden utilizarse para comparar carteras con diferente composición.

Alineación con la taxonomía y exposición al riesgo de transición de los fondos de inversión

CUADRO 5

%

Titular	Exposición al riesgo de transición (TEC)	Alineación taxonómica (TAC)	Cartera elegible	TEC ajustado	TAC ajustado
Fondos de inversión españoles	4,37	0,94	33,88	12,91	2,79
Fondos sostenibles españoles	3,78	2,67	47,98	7,87	5,57
Fondos de inversión de la UE	6,11	1,37	20,91	29,20	6,54

Fuente: Crisóstomo (2022). Nota: Los TAC y TEC de los fondos de inversión de la UE se obtienen de Alessi and Battiston (2021). Los valores ajustados de TAC y TEC se calculan como el TAC y TEC estándar divididos por la cartera elegible.

El cuadro 5 muestra que los fondos españoles están menos expuestos al riesgo de transición que sus comparables de la Unión Europea, pero también presentan una menor alineación con la taxonomía europea. Esta divergencia se explica por la relación que muestran el TAC y el TEC de muchos sectores económicos. Así, de los códigos NACE de cuatro dígitos que presentan un TEC positivo, aproximadamente la mitad de ellos también muestran un TAC positivo. Hay que tener en cuenta que los cálculos de TAC y TEC se han realizado sobre estimaciones de alineamiento y que los sectores más intensivos en carbono son también los de mayor representación en la taxonomía dado su mayor potencial de contribución a la reducción de emisiones. En consecuencia, los fondos que invierten en sectores con un riesgo de transición alto también tienden a mostrar una mayor probabilidad de alineación con la taxonomía de la Unión Europea⁷.

Como ejemplo ilustrativo, el TEC del sector NACE 35.11 (producción de electricidad) es de 0,39, lo que se corresponde con la proporción de energía eléctrica que se obtiene de combustibles fósiles. Sin embargo, este sector también presenta un TAC de 0,35, que es la proporción de la electricidad que se obtiene de fuentes renovables. En consecuencia, todas las empresas del NACE 35.11 reciben valores elevados de TEC y de TAC, con independencia de si generan electricidad a través de fuentes renovables o quemando combustibles fósiles. Este ejemplo pone de manifiesto que incluso los desgloses sectoriales de cuatro dígitos pueden ser problemáticos al evaluar el riesgo de transición, lo que respalda el uso de información a nivel de empresa para complementar los análisis sectoriales.

Por último, en el cuadro 5 se observa que la cartera de fondos sostenibles es más ecológica y está menos expuesta al riesgo de transición que el conjunto de los fondos españoles y de la Unión Europea. Dado el enfoque sectorial de Alessi y Battiston (2022), esto sugiere que los fondos sostenibles evitan los sectores económicos que están muy expuestos al riesgo de transición e invierten una mayor parte de su cartera en sectores que están alineados con la taxonomía de la Unión Europea.

7 La correlación entre las cifras de TEC y TAC en la muestra de este estudio de 1.629 fondos es de 0,55.

5 Conclusión

Este artículo basado en Crisóstomo (2022) propone una metodología para cuantificar la vulnerabilidad de las carteras de inversión ante la transición hacia una economía baja en carbono. La medición del riesgo de transición combina indicadores climáticos de cada contrapartida con medidas de riesgo de crédito y de mercado obtenidos para cada exposición. Esta metodología permite cuantificar la pérdida de valor que podría sufrir cada instrumento financiero y, por tanto, la cartera correspondiente, en caso de producirse un escenario adverso de riesgo de transición.

El análisis concluye que los fondos de inversión sufrirían una pérdida moderada del 5,7 % en un escenario de alto riesgo de transición. Sin embargo, la distribución del riesgo muestra una elevada asimetría, y el 1 % de los fondos con peores resultados obtiene una pérdida media del 21,3 %. Los activos de renta variable son los que peor se comportan (-12,7 %), seguidos de los bonos corporativos (-5,6 %) y de la deuda soberana (-4,8 %). También se observa que los fondos sostenibles están menos expuestos al riesgo de transición y obtienen mejores resultados que el sector de fondos en la transición ecológica, lo que respalda su consideración de inversiones verdes. Asimismo, la cartera de los fondos de inversión españoles presenta un menor riesgo de transición que sus comparables europeos.

Respecto a futuros desarrollos metodológicos, la inclusión de las emisiones de alcance 3 en los análisis de riesgo de transición podría incrementar la diferenciación entre carteras, sectores económicos y contrapartes individuales. Sin embargo, los problemas de disponibilidad y calidad de reporte de estas emisiones dificultan su uso sistematizado. Adicionalmente, aunque los fondos españoles hacen un uso limitado de los derivados, la cuantificación de la exposición al riesgo obtenida a través de derivados financieros (que pueden afectar tanto al riesgo de mercado como al de contraparte) también podría refinar la evaluación del riesgo⁸.

Por último, si bien este documento se centra en los riesgos de transición, la relación entre los costes de la transición y los riesgos físicos debe tenerse en cuenta en la evaluación de riesgos. En concreto, aunque la transición climática generará costes sustanciales para las empresas, estos riesgos deben considerarse junto con los beneficios de limitar el calentamiento global, de manera que se evalúen de forma conjunta los costes y oportunidades de la transición ecológica.

8 Además, el actual marco de supervisión también podría enriquecerse teniendo en cuenta un enfoque *look-through* para las inversiones en otros fondos.

Referencias

Este artículo está basado en el estudio Crisóstomo, R. (2022). *Medición del riesgo de transición en fondos de inversión*. CNMV, Documento de Trabajo n.º 81. Las referencias incluidas en Crisóstomo (2022), que también se recogen en este artículo, son las siguientes:

Alessi, L. y Battiston, S. (2021). *Two sides of the same coin: Green Taxonomy alignment versus transition risk in financial portfolios*. JRC, Working Papers in Economics and Finance, n.º 2021/14.

Alessi, L. y Battiston, S. (2022). «Two sides of the same coin: Green Taxonomy alignment versus transition risk in financial portfolios». *International Review of Financial Analysis*, 84.

Battiston, S., Mandel, A., Monasterolo, I., Schütze, F. y Visentin, G. (2017). «A climate stress-test of the financial system». *Nature Climate Change*, 7, n.º 4, pp. 283-288.

ECB (2022). *2022 Climate risk stress test*.

EIOPA (2022), *2022 IORP stress test technical specifications*.

ESRB (2022). *Adverse scenario for the European Insurance and Occupational Pensions Authority's EU-wide pension fund stress test in 2022*, pp. 1-7.

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

Índices de referencia climáticos y de sostenibilidad y su contribución al cumplimiento de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (segunda parte)

María José Gómez Yubero (*)
Bárbara Gullón Ojesto
Miguel Palomero Aguilar

(*) Los autores pertenecen a la Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales de la CNMV. Este artículo es responsabilidad exclusiva de sus autores y no refleja necesariamente la opinión de la CNMV. Los autores agradecen los comentarios y aportaciones de Helena Viñes.

Índice

Siglas utilizadas	101	
1	Introducción	103
2	Crecimiento de los índices ASG	104
3	Utilización de los índices en la selección de inversiones ASG	106
3.1	Crecimiento de la inversión ASG y perspectivas de evolución	106
3.2	Los índices como facilitadores de las inversiones ASG	108
3.2.1	Utilización de los índices climáticos por los bancos centrales del Eurosistema	109
3.2.2	Utilización de los índices climáticos por los fondos de inversión europeos y por los fondos registrados en la CNMV	110
4	Incentivo a las empresas para iniciar la transición	113
4.1	Composición y rentabilidad de los índices climáticos	114
4.2	Incorporación de objetivos de descarbonización por empresas españolas	119
4.3	Caso del Ibex Gender Equality	121
5	Contribución a la reducción del riesgo de <i>greenwashing</i>	123
5.1	Impacto de los índices en la transparencia y la comparabilidad de la información ASG de los emisores	124
5.2	Riesgo de <i>greenwashing</i> a través de los índices	126
6	Obstáculos identificados y soluciones propuestas	127
6.1	Inconsistencias entre diferentes piezas legislativas	128
6.2	Diferente definición de las métricas	131
6.3	Creación de índices climáticos por administradores de índices significativos	133
6.4	Creación de nuevas etiquetas de índices ASG	134
6.5	Mejoras adicionales que también contribuirán a paliar el riesgo de <i>greenwashing</i>	136
7	Conclusiones	138
Referencias		139

Índice de cuadros

Cuadro 1	Número de índices con etiqueta climática disponibles en la UE, según el registro de ESMA	106
Cuadro 2	Ejemplo de diferencias de peso sectorial en índices Stoxx	115
Cuadro 3	Rentabilidad mensual histórica acumulada. Comparación índices base, PAB y CTB	115
Cuadro 4	Rentabilidad acumulada mensual por año de índices base, índices CTB e índices PAB	116
Cuadro 5	Representación de empresas españolas en los índices climáticos del administrador Stoxx	120
Cuadro 6	Ficha técnica del Ibex Gender Equality Index	122
Cuadro 7	Resumen de las recomendaciones de la Plataforma sobre Finanzas Sostenibles a la Comisión Europea en relación con BMR	130
Cuadro 8	Diferencia de cálculo de la intensidad de GEI en BMR y en SFDR	132

Índice de gráficos

Gráfico 1	Evolución del número de índices generales y ASG a nivel mundial	105
Gráfico 2	Valoración de los aspectos aportados por los índices ASG	109
Gráfico 3	Cuota de mercado de los fondos ASG de la UE y registrados en la CNMV a finales de 2022 (en términos de patrimonio gestionado)	111
Gráfico 4	Número de fondos de inversión ASG registrados en la CNMV en función del tipo de índice utilizado como referencia	112
Gráfico 5	Calificación media de las empresas europeas antes y después del Acuerdo de París por sector CNAE	117
Gráfico 6	Impactos en resultados y valor de las empresas incluidas en índices climáticos	119
Gráfico 7	Evolución de las emisiones de alcance 1, 2 y 3 de empresas españolas en índices climáticos Stoxx	120
Gráfico 8	Puntuaciones del índice de cambio climático en empresas pertenecientes a los índices climáticos frente a empresas no incluidas en los índices	121
Gráfico 9	Presencia femenina promedio en las nuevas compañías del Ibex Gender Equality Index	123

Índice de ilustraciones

Ilustración 1	Contribución de los índices climáticos y ASG a la economía sostenible	104
---------------	---	-----

Siglas utilizadas

AFM	Autoridad neerlandesa para los Mercados Financieros
ASG	Factores ambientales, sociales y de gobernanza
BaFIN	Autoridad Federal de Supervisión Financiera de Alemania
BMR	Benchmark Regulation - Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2016, sobre los índices utilizados como referencia en los instrumentos financieros y en los contratos financieros o para medir la rentabilidad de los fondos de inversión
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CSRD	Directiva (UE) 2022/2464 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de diciembre de 2022, por la que se modifican el Reglamento (UE) n.º 537/2014, la Directiva 2004/109/CE, la Directiva 2006/43/CE y la Directiva 2013/34/UE, por lo que respecta a la presentación de información sobre sostenibilidad por parte de las empresas (<i>Corporate Sustainability Reporting Directive</i>)
EBA	Autoridad Bancaria Europea
EBITDA	Beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (<i>Earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation</i>)
EE. UU	Estados Unidos
EIOPA	Autoridad Europea de Seguros y Pensiones
ESRS	Estándares Europeos de Información de Sostenibilidad (<i>European Sustainability Reporting Standards</i>)
ESMA	Autoridad Europea de Valores y Mercados (European Securities and Markets Authority)
EVIC	Valor de empresa incluyendo efectivo (<i>Enterprise value including cash</i>)
GEI	Gases de efecto invernadero
IIA	Index Industry Association
IIC	Institución de inversión colectiva
Índices PAB	Índices de referencia de la UE alineados con el Acuerdo de París
Índices CTB	Índices de referencia de transición climática de la UE
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores (International Organization of Securities Commissions)
MIFID verde	Reglamento Delegado (UE) 2021/1253 de la Comisión, de 21 de abril de 2021, por el que se modifica el Reglamento Delegado (UE) 2017/565 en lo que respecta a la integración de los factores, riesgos y preferencias de sostenibilidad en determinados requisitos organizativos y condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión
ODS	Objetivos de Desarrollo Sostenible
SFDR	Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros (<i>Sustainable Finance Disclosure Regulation</i>)
TEG	EU Technical Expert Group on Sustainable Finance
UE	Unión Europea

1 Introducción

Los índices de referencia son un instrumento cada vez más utilizado por la industria financiera y de gestión de activos para alinear objetivos de inversión y selección de activos, así como para la medición y seguimiento de su comportamiento; lo que les confiere un claro protagonismo como impulsores de la movilización de recursos financieros hacia una economía más sostenible y baja en carbono.

Por ello, su oferta no ha dejado de crecer, especialmente impulsada en los últimos años, por la creación de índices que toman en consideración factores ambientales, sociales o de gobernanza (en adelante, ASG). En reconocimiento a este papel, y siguiendo las recomendaciones del grupo de expertos técnicos en finanzas sostenibles (en adelante, TEG por sus siglas en inglés¹), la regulación europea sobre índices de referencia se modificó en 2019² para crear dos nuevas etiquetas de índices que tienen en consideración la huella de carbono de los activos componentes (a ellos nos referiremos de manera genérica como índices climáticos), así como para mejorar y armonizar el nivel de transparencia de los índices que consideran o que persiguen objetivos relacionados con factores ASG.

Este papel fundamental en la canalización de financiación sostenible y en el tránsito a una economía descarbonizada se puede observar a través de tres funciones principales que desempeñan estos índices:

- Facilitan la selección de inversiones con objetivos ASG, tanto directas como a través de fondos de inversión y otros vehículos. Al tiempo, las obligaciones de transparencia de los índices facilitan a los proveedores de productos de inversión el cumplimiento de sus propias obligaciones de transparencia.
- Incentivan a las empresas a incorporar la sostenibilidad en su negocio y estrategia, y a mejorar su transparencia al respecto; lo que les permite acceder a los índices y facilitan su financiación en los mercados.
- Contribuyen a reducir el riesgo de *greenwashing* o blanqueo ecológico, tanto por el lado de las empresas que forman parte de su composición (ya que la selección se hace con arreglo a criterios regulados y por parte de entidades supervisadas, los administradores), como por el de los usuarios de los índices, gestores de fondos y proveedores de productos de inversión, ya que les facilita el cumplimiento de sus objetivos ASG con inversiones seleccionadas con criterios regulados identificadas por el administrador del índice.

1 Este grupo, denominado Technical Expert Group on Sustainable Finance (TEG), fue creado por la Comisión Europea en julio de 2018 para ayudarle en la implementación del plan de acción sobre finanzas sostenibles y, entre otros, con la propuesta de reglamento sobre índices de referencia climáticos. El informe del TEG, referido a los índices climáticos y requisitos de divulgación, fue publicado en septiembre de 2019 (EU TEG, 2019a) y complementado con un manual en diciembre de 2019 (EU TEG, 2019b).

2 Reglamento (UE) 2019/2089 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, por el que se modifica el Reglamento (UE) 2016/1011, en lo relativo a los índices de referencia de transición climática de la UE, los índices de referencia de la UE armonizados con el Acuerdo de París y la divulgación de información relativa a la sostenibilidad de los índices de referencia.

A través de estas funciones, se convierten en palanca-clave de un círculo virtuoso que alinea a la comunidad de inversores con las consideraciones de sostenibilidad a largo plazo y con la transición hacia una economía baja en carbono; lo que favorecerá la asunción de dichos objetivos por parte de las empresas de la economía real.

Contribución de los índices climáticos y ASG a la economía sostenible ILUSTRACIÓN 1



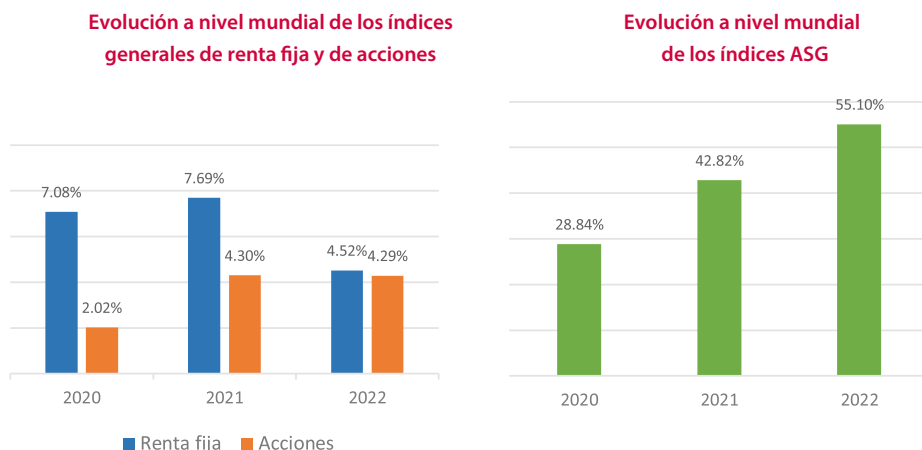
Fuente: Elaboración propia.

Transcurridos más de tres años desde la aprobación de la regulación europea sobre etiquetas de índices climáticos y armonización de la información sobre factores ASG, este artículo, como continuación del trabajo publicado en 2021³, trata de analizar si este círculo virtuoso se cumple en la práctica. Particularmente, con referencia a los índices climáticos y a cuáles son los factores que pueden obstaculizar su desarrollo. En línea con los hallazgos observados y, teniendo en cuenta que la Comisión Europea pretende revisar la normativa sobre índices de referencia y avanzar en la regulación de etiquetas sobre índices ASG, se recogen también las principales medidas propuestas para mejorar su eficacia.

2 Crecimiento de los índices ASG

La oferta de índices disponibles en el mercado no deja de crecer y ofrece soluciones cada vez más innovadoras y orientadas al mundo de la sostenibilidad. Durante 2022, el número de índices a nivel global creció un 4,43 % y llegó a superar ampliamente la cifra de 3 millones. Los índices de acciones suponen un 76 % del total, si bien los índices de renta fija son los que presentan mayor crecimiento en los últimos años.

3 Gómez-Yubero y Gullón. (2021).



Fuente: Rick Redding (2022).

El crecimiento de los índices a nivel global está liderado por los índices ASG⁴ (incluyen tanto índices climáticos como los que se consideran factores ASG) que crecieron un 55 % en 2022; de nuevo con los índices ASG de renta fija a la cabeza para impulsar ese crecimiento. El número de índices ASG de renta fija ha aumentado un 95,8 % y, por primera vez, ha superado el número de índices ASG de renta variable, a pesar de que estos últimos han crecido un 24,2 %. En la actualidad, hay más de 50.000 índices ASG en todo el mundo⁵.

En la UE hay 70 proveedores de índices de referencia inscritos en el registro de ESMA (54 registrados y 16 autorizados, de acuerdo con el artículo 34 del Reglamento BMR) y se estima que la cartera de índices que ofrece se aproxima a los 50.000⁶.

El número de índices ASG⁷, que ofrecen los administradores inscritos en el registro de ESMA, se estima en torno al 10 % de la oferta total de índices. Entre ellos, se encuentran los índices creados bajo las etiquetas climáticas reguladas en la UE, que ascienden a 149 (de los cuales 112 son Índices PAB y 37 son Índices CTB), según se desprende del registro de ESMA. A la fecha de elaboración de este artículo, solo 4 de los administradores inscritos en el registro de ESMA proveen este tipo de índices en

4 En este artículo nos referiremos de manera genérica a índices ASG o a índices de sostenibilidad, como a todos aquellos que integran de alguna manera factores ASG en su construcción; ya sea, de manera general, a partir de un universo no ASG o considerando uno o más factores específicos. Salvo que se especifique otra cosa, esta referencia incluye también los índices climáticos.

5 Estos datos se corresponden con las estimaciones de la sexta encuesta de la Index Industry Association (2022b).

6 El número exacto de índices no es sencillo de obtener ya que no existe un registro específico de índices, sino de administradores habilitados a ofrecer índices en el territorio de la UE. Sin embargo, tratándose de índices de terceros países, el registro de ESMA recoge cada uno de los índices ofrecidos por los administradores reconocidos (artículo 32 de BMR) o validados (artículo 33 de BMR). Además, la falta de un identificador único por índice también dificulta esta tarea.

7 En European Commission (2022c) puede encontrarse un análisis, a partir de una muestra de índices ASG, de las principales tendencias en la construcción de estos índices (metodologías más comunes utilizadas para seleccionar el universo invertible, los factores ASG más utilizados y componentes principales de estos índices).

la UE, según recoge el cuadro siguiente. La escasa proporción de índices PAB y CTB, en relación con la oferta total de índices en la UE, es congruente con su reciente creación, así como con la rigurosidad y las limitaciones que presenta su regulación (en la sección 6 se analizan en detalle los aspectos regulatorios que obstaculizan el desarrollo de estos índices).

Número de índices con etiqueta climática disponibles en la UE, según el registro de ESMA

CUADRO 1

Autoridad competente	Localización	Administrador	Tipo de autorización	PAB	CTB	Total
AFM	Holanda	Euronext Amsterdam NV	Registro (artículo 34 BMR)	42	3	45
Bafin	Alemania	Solactive AG	Registro (artículo 34 BMR)	6	3	9
ESMA	Suiza	Stoxx Ltd.	Reconocimiento (artículo 32 BMR)	6	5	11
AFM (Países Bajos)	EE. UU.	S&P Dow Jones Indices LLC	Validación (Artículo 33 BMR)	58	26	84
Total				112	37	149

Fuente: Elaboración propia a partir de las páginas web de los administradores y de ESMA.

Además de los anteriores, hay otros administradores de terceros países —todavía no inscritos en el registro de ESMA— que también ofrecen índices climáticos de la UE. Se trata de FTSE International Limited (6 índices PAB y 6 índices CTB), de MSCI Limited (13 índices PAB) y de Bloomberg Index Services Limited (9 índices PAB y 1 índice CTB). Los tres administradores están ubicados en el Reino Unido e inscritos en el registro de administradores de la Financial Conduct Authority. Estos índices pueden ser utilizados en la UE y sus administradores disponen hasta el 31 de diciembre de 2023 para ser incorporados en el registro de ESMA como administradores de terceros países⁸.

3 Utilización de los índices en la selección de inversiones ASG

3.1 Crecimiento de la inversión ASG y perspectivas de evolución

En los últimos años, los principios de sostenibilidad se han convertido en un conductor principal de las decisiones de inversión para muchos gestores, impulsados en gran medida por una demanda cada vez mayor por parte de los inversores y por el

8 El artículo 51, apartado 5, de BMR establece un periodo de transición hasta 31 de diciembre de 2023 para que los índices proporcionados por administradores de terceros países queden inscritos en el registro de ESMA. Durante este periodo pueden seguir siendo utilizados por las entidades supervisadas de la UE.

reconocimiento de que los rendimientos financieros están cada vez más ligados a los objetivos de sostenibilidad.

Así lo corrobora una encuesta de la Index Industry Association (IIA) entre 300 entidades gestoras de fondos de inversión en EE. UU. y Europa; según la cual el 85 % de los gestores reconoce que los criterios ASG se han convertido en una prioridad alta en su gestión, proporción que llega hasta el 94 % entre los gestores de fondos estadounidenses⁹.

Esta misma encuesta revela que la razón principal para la adopción de criterios ASG es la demanda de los clientes, citada por el 54 % de los gestores encuestados. El deseo de un mayor rendimiento fue el segundo impulsor más señalado (44 % de los encuestados), destacando la creciente convicción de que existe una alineación entre los objetivos financieros y ASG. La diversificación de los rendimientos y de las políticas de inversión, unida a la preocupación con respecto a los factores ASG, siguieron constituyendo una motivación adicional para la adopción de ASG. Los últimos en la lista fueron la reputación y el riesgo regulatorio.

Según datos de McKinsey & Company¹⁰, entre 2016 y 2021, el volumen global de activos gestionados con criterios ASG crecieron por encima del 19 % anual, muy por encima de la tasa de crecimiento promedio para la industria de gestión de activos en general (que creció un promedio anual cercano al 9 %). Según el mismo estudio, a finales de 2021, los activos gestionados globales en estrategias ASG alcanzaron un récord de 2,1 billones de dólares, lo que representa algo más del 3 % de los activos totales bajo gestión.

Sin embargo, la inversión ASG parece ser tan vulnerable a los impactos que afectan a la economía mundial como la inversión general, al menos a corto plazo, como demuestran los acontecimientos recientes. Según el estudio mencionado de McKinsey & Company¹¹, el estallido de la guerra en Ucrania, el fuerte aumento de la inflación y de los tipos de interés, la incipiente crisis energética europea y la consiguiente ralentización del crecimiento económico han provocado fuertes caídas en los mercados que también han tenido su reflejo en las inversiones ASG (que descendieron un 20 % en el primer semestre de 2022); lo que refleja que sigue la misma tendencia que toda la industria a nivel global. Sin embargo, mientras que los activos totales bajo gestión a nivel global experimentaron una salida neta de 1,14 billones de dólares, las estrategias ASG registraron solo una ligera salida de 8.000 millones.

Una situación similar se ha dado en la industria de fondos de inversión europeos ASG donde, según datos de ESMA¹², los fondos con inversión sostenible como objetivo (productos del artículo 9, bajo la regulación de divulgación de finanzas sostenibles (SFDR)) registraron entradas netas de 8.600 millones de euros en el primer trimestre de 2022; mientras que los inversores retiraron 3.300 millones de fondos que solo promueven características de sostenibilidad (productos del artículo 8 de la misma regulación).

9 Index Industry Association (2022a).

10 McKinsey & Company (2022).

11 McKinsey & Company (2022).

12 ESMA (2022b).

Estos datos parecen apuntar a que la movilización de fondos hacia inversiones ASG está adoptando una tendencia secular, en la que prima la credibilidad y la calidad de los compromisos ASG asumidos por los emisores y gerentes de productos, frente a la mera búsqueda de rentabilidad. La inversión ASG puede ser capaz de resistir los impactos y contratiempos porque no se considera transitoria ni se hace en respuesta a presiones externas, sino como parte central de la obtención de rendimientos financieros.

Puede afirmarse además, que, a pesar de la perspectiva económica global en deterioro, la inversión ASG seguirá creciendo. La encuesta mencionada anteriormente, de la Index Industry Association¹³, constató que la proyección de crecimiento de la inversión ASG se ha acelerado notablemente desde donde se situaba hace solo un año. Según esta encuesta, en los próximos 12 meses, se espera que el 40 % de las carteras de gestión de activos incluya elementos ASG (lo que supone un aumento de 13 puntos porcentuales con respecto a la encuesta realizada en 2021). Esa proyección asciende a casi 6 de cada 10 (57 %) de las carteras en 5 años (que también supone un aumento de 13 puntos porcentuales desde 2021). En la próxima década, los encuestados esperan que los elementos ASG se incorporen en casi 2/3 (64 %) de sus carteras; mientras que esta previsión fue del 52 % en 2021.

3.2 Los índices como facilitadores de las inversiones ASG

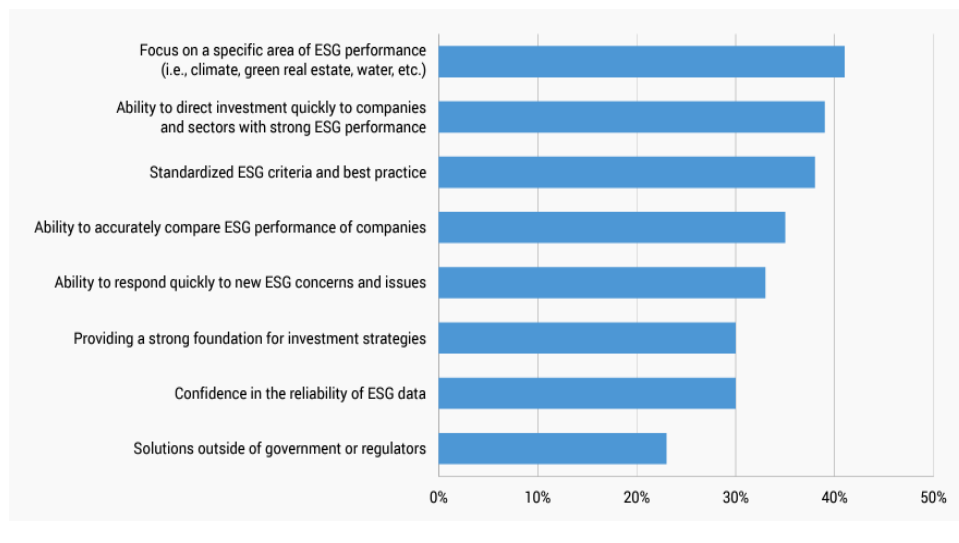
Los índices de referencia se utilizan cada vez más por parte de los gestores de activos, tanto para facilitar la selección de activos como para evaluar el comportamiento de las carteras.

La encuesta realizada por la Index Industry Association en 2022¹⁴ confirma que los índices desempeñan un papel importante en la inversión ASG. Casi todos los encuestados (99 %) utilizan índices de alguna forma: un 41 % (40 % en 2021) los usa con fines de medición y evaluación comparativa, y un 31 % (39 % en 2021) los usa para estrategias de inversión. Poco más de una cuarta parte de los encuestados (27 %; 19 % en 2021) utilizan índices, tanto para la medición como para las estrategias de inversión.

La encuesta también confirma que los gestores de activos confían (en un 95 %) en los proveedores de índices como impulsores de los factores ASG en la industria financiera; tanto como en los reguladores y en la propia industria de gestión de activos. Uno de los aspectos más valorados de los índices es su capacidad para facilitar las decisiones de asignación de capital ASG (véase el gráfico 2), así como su papel a la hora de facilitar el enfoque en un área específica del desempeño ASG (como el clima, el agua o los temas sociales) y de agilizar la adaptación de las inversiones a empresas y sectores con un sólido desempeño ASG.

13 Index Industry Association (2022a).

14 Index Industry Association (2022a).



Fuente: Index Industry Association (2022a). Resultados de la encuesta a 300 gestores.

Finalmente, los encuestados destacaron la necesidad de índices más especializados que se centren en aspectos o componentes específicos ASG (41 %); con mejores métricas ASG (40 %); mayor información sobre los datos ASG subyacentes utilizados en los índices (39 %), una mayor transparencia en la forma en que se compilan los índices (39 %) y una mayor estandarización de métricas y métodos entre los proveedores (29 %).

3.2.1 Utilización de los índices climáticos por los bancos centrales del Eurosistema

Uno de los ejemplos más relevantes del uso de los índices climáticos de la UE es la estrategia de descarbonización de las carteras de los fondos de pensiones del personal del BCE¹⁵.

El BCE sigue una política de inversión responsable y sostenible en la gestión de sus carteras de política no monetaria, en línea con la política común seguida por los bancos centrales del Eurosistema¹⁶. Estas carteras contienen los activos en poder de los bancos centrales que no están relacionados con operaciones de política monetaria. Se trata de carteras de inversión denominadas en euros y fondos de pensiones del personal.

El fondo de pensiones del personal del BCE está gestionado de forma pasiva por dos gestores de activos externos que siguen una política de inversión responsable y sostenible basada en determinadas exclusiones y directrices de voto por delegación, que incorporan estándares medioambientales, sociales y de gobernanza. En 2020, todos los índices de referencia de acciones convencionales seguidos por el fondo de pensiones fueron reemplazados por sus índices equivalentes bajos en carbono; lo que redujo la huella de carbono de las carteras de acciones en más del 60 %.

15 BCE (2022).

16 BCE (2021).

A principios de 2022, el BCE también reemplazó el índice de referencia convencional, seguido por sus carteras de bonos corporativos, por un índice de referencia alineado con París; lo que se tradujo en ser uno de los primeros bancos centrales en adoptar esta práctica. Este índice PAB condujo a una reducción inicial del 50 % en las emisiones de carbono de la cartera de bonos corporativos y se espera una proyección de reducción constante adicional de, al menos, un 7 % anual en los próximos años; en línea con la regulación de estos índices¹⁷.

El BCE, según señalaba en su informe anual de 2021, continuará explorando una posible extensión de los índices bajos en carbono a otras clases de activos de renta fija, dentro de su fondo de pensiones, para contribuir aún más a reducir su huella de carbono.

Otros bancos centrales del Eurosistema, como el Banco de Francia, también han comenzado a utilizar los índices climáticos de la UE para facilitar el cumplimiento de los objetivos climáticos asumidos para sus carteras de política no monetaria.

El Banco de Francia utiliza los índices de referencia convencionales como medida de comparación de las carteras que componen el fondo de pensiones de su personal. Sin embargo, ha asumido en la gestión la política de exclusiones sobre combustibles fósiles que siguen los índices PAB¹⁸.

La cartera de renta variable del fondo de pensiones del personal del Banco de Francia presentaba a finales de 2021 una exposición promedio a combustibles fósiles del 0,33 % de sus ingresos, frente al 0,98 % de su índice de referencia convencional; con una reducción del 43 % respecto al año anterior. Esta disminución refleja la decisión del Banco de Francia de alinear gradualmente las carteras con los umbrales de exclusión que aplican los índices PAB. De este modo, el Banco excluirá a las empresas que obtengan del petróleo más del 10 % de sus ingresos; o más del 50 %, del gas¹⁹.

3.2.2 Utilización de los índices climáticos por los fondos de inversión europeos y por los fondos registrados en la CNMV

Las estrategias de los fondos de inversión también tienen cada vez más en cuenta la generación de valor social y ambiental, además de la rentabilidad. A finales de 2022, el número de fondos de inversión españoles registrados en la CNMV, que manifiestan en sus respectivos folletos seguir estrategias de inversión relacionadas con la sostenibilidad, representan el 15 % del total, casi el doble de los registrados a

17 De acuerdo con su regulación (artículos 7 y 11 del Reglamento Delegado (UE) 2020/1818), los índices PAB han reflejar una intensidad de GEI, incluidas las emisiones de los ámbitos 1, 2 y 3, al menos un 50 % inferior a la de su universo invertible y una trayectoria de descarbonización de al menos el 7 % al año, de media.

18 Banco de Francia (2022).

19 La regulación de los índices PAB (artículo 12 del Reglamento Delegado (UE) 2020/1818) exige que sean excluidas de la cartera del índice, entre otras, las empresas que obtengan un 1 % o más de sus ingresos de la prospección, la minería, la extracción, la distribución o el refinado de antracita, hulla y lignito; las que obtengan un 10 % o más de sus ingresos de la prospección, la extracción, la distribución o el refinado de combustibles líquidos; así como las que obtengan un 50 % o más de sus ingresos de la prospección, la extracción, la producción o la distribución de combustibles gaseosos.

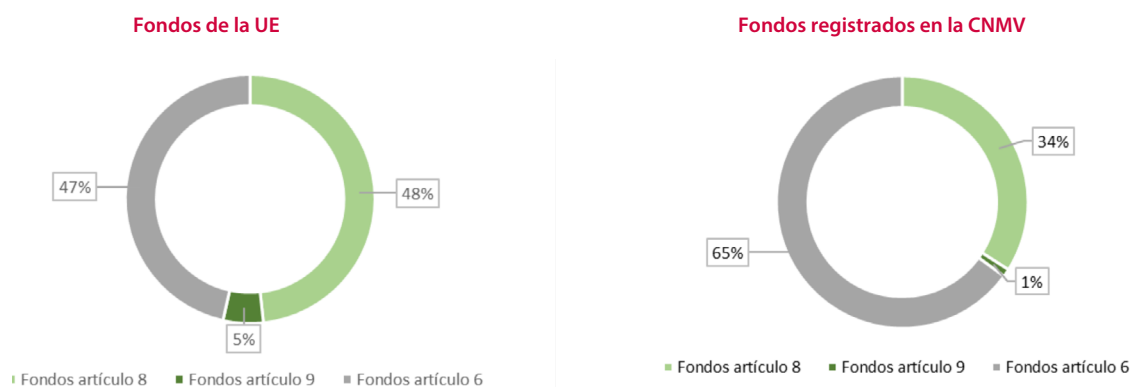
mediados de 2021. En su mayor parte, estos fondos se clasifican como productos del artículo 8 del Reglamento SFDR²⁰ y un pequeño número (solo 14) se asocian al artículo 9 (a mediados de 2021 eran 5 los fondos clasificados como productos del artículo 9²¹).

En términos de patrimonio gestionado bajo criterios ASG, si a finales de 2021 el patrimonio de estos fondos ascendía a 68.400 millones de euros (un 20,3 % del patrimonio total), a finales de 2022 dicha proporción ha crecido en 15 puntos porcentuales (hasta el 35 %); y alcanza una cifra cercana a los 100.000 millones de euros (repartidos entre un 34 % para los fondos del artículo 8; y un 1 %, los del artículo 9).

A nivel de la UE, la cuota de mercado de los fondos del artículo 8 y 9 obtiene el 53,5 % del patrimonio total a finales de septiembre de 2022, según datos de Morningstar²². Esta cuota de mercado se reparte entre un 48,3 % para los productos del artículo 8, y un 5,2 % para los productos del artículo 9, según la misma publicación.

Cuota de mercado de los fondos ASG de la UE y registrados en la CNMV a finales de 2022 (en términos de patrimonio gestionado)

GRÁFICO 3



Fuente: Datos de Morningstar y de la CNMV. Las diferentes fuentes de los datos empleados pueden hacer que algunas cifras no sean comparables.

Esta mayor oferta de productos alineados con la sostenibilidad parece ser promotora de que uno de cada tres partícipes en fondos de inversión reconozca que su interés por la inversión ASG ha aumentado debido, también, a la mayor relevancia de estos criterios en la sociedad. Esta es una de las conclusiones a las que llega la sexta edición de un estudio del Observatorio Inverco²³ que revela que más de la mitad de los ahorradores que conocen los criterios ASG los tienen en cuenta a la hora de invertir e, incluso, tres de cada diez lo hacen, aunque suponga renunciar a una parte de su rentabilidad.

20 Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros.

21 Estos artículos señalan los requisitos en materia de información precontractual que deben satisfacer los productos financieros que promuevan características medioambientales o sociales (artículo 8) y los productos financieros que tengan como objeto inversiones sostenibles (artículo 9).

22 Morningstar (2022).

23 Observatorio Inverco (2022).

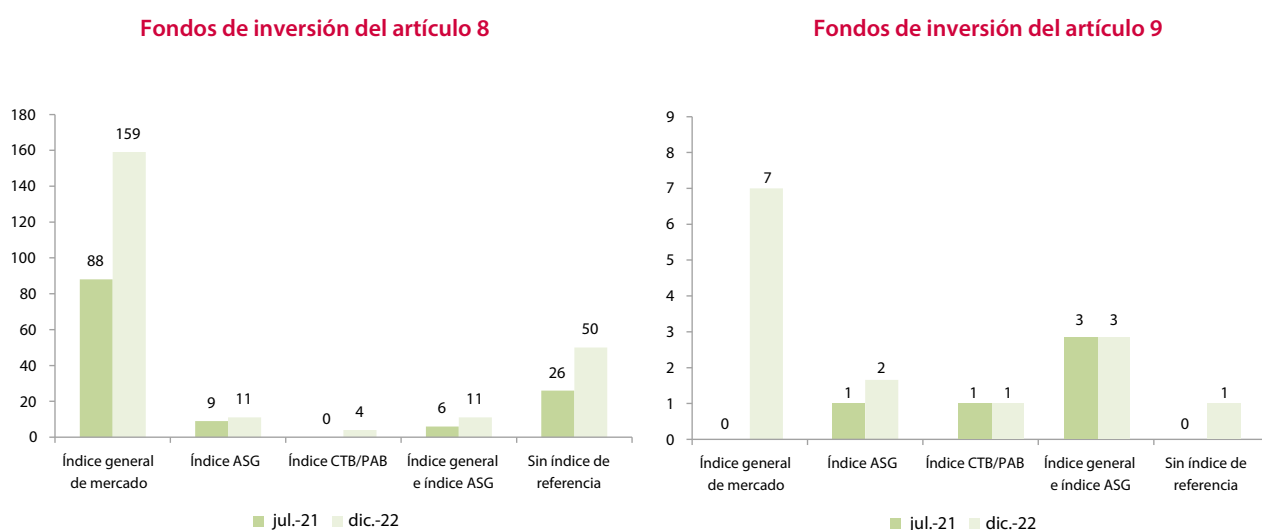
La utilización de índices de referencia climáticos y de sostenibilidad no ha experimentado, sin embargo, un crecimiento proporcional al experimentado por los fondos de inversión que declaran seguir estrategias de sostenibilidad.

La gran mayoría de los nuevos fondos de inversión registrados en la CNMV, con clasificación del artículo 8 o del artículo 9 del Reglamento SFDR, opta por utilizar como referencia para medir su rendimiento un índice general de mercado o carece de índice de referencia (el 89 % de los fondos del artículo 8 y el 57 % de los fondos del artículo 9, como puede apreciarse en el gráfico 4).

A finales del 2022, solo cuatro fondos de inversión del artículo 8 emplean índices específicos climáticos. La utilización por parte de fondos del artículo 9 sigue siendo la misma que a mediados de 2021; tan solo un fondo.

Número de fondos de inversión ASG registrados en la CNMV en función del tipo de índice utilizado como referencia

GRÁFICO 4



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del registro de fondos de inversión de la CNMV.

A pesar de que los índices climáticos han sido regulados para facilitar la descarbonización de carteras y de las inversiones en empresas con trayectorias y compromisos en la misma línea, su utilización es muy limitada, incluso entre los fondos de gestión pasiva. De los 9 fondos de inversión que, a finales de 2022, seguían este modelo de gestión con índices ASG, solo uno utiliza un índice climático CTB²⁴.

El artículo 9, apartado 3, de SFDR incentiva la utilización de índices de referencia climática (ya sean CTB o PAB) en los fondos y otros productos de inversión sujetos a dicho Reglamento que tienen como objetivo la reducción de emisiones de carbono; ya que, de no utilizar tales índices, el fondo debe ofrecer una explicación detallada de cómo se lleva a cabo el esfuerzo permanente de alcanzar el objetivo de reducir las

24 Se trata de Abanca Renta Fija Transición Climática 360, Fondo de Inversión. Folleto. 23 de julio, fondo al que se refiere el epígrafe 6.2 de Gómez-Yubero y Gullón (2021).

emisiones de carbono con vistas a cumplir los objetivos del Acuerdo de París²⁵ sobre el calentamiento global a largo plazo.

En el caso del mercado español, de los 14 fondos registrados en la CNMV bajo el artículo 9, tan solo uno tiene como objetivo la reducción de las emisiones de carbono y, como se ha mencionado, dispone de un índice de referencia de transición climática.

La escasa utilización, no solo de índices climáticos sino también de índices ASG en general, puede deberse, en parte, a la falta de congruencia entre los requerimientos y las obligaciones de transparencia de los criterios ASG en BMR y en SFDR (tratados en la sección 6); situación que puede estar contribuyendo a que los fondos que se declaran *verdes* no sean tan *verdes* como parecen.

En esta línea parece concluir un reciente estudio publicado por ESMA²⁶ en el que analiza, para un universo de 3.000 fondos clasificados del artículo 8 y 9 de SFDR, la aplicación de posibles umbrales mínimos de inversión alineada con taxonomía a efectos de una eventual etiqueta *verde*. El estudio da como resultado que, si dicho umbral se sitúa en el 50 % de la cartera del fondo, menos del 1 % de la muestra lo cumpliría; porcentaje que se reduce al 0,5 % si se aplican determinadas exclusiones como la exposición a combustibles fósiles.

Como media, solo el 11 % del valor de las carteras de los fondos analizados cumplirían con los requisitos de alineación con la taxonomía. Porcentaje este que sube, como es de esperar, en los fondos del artículo 9, pero solo hasta el 19,2 %; y se reduce hasta el 9,7 % en los fondos del artículo 8.

4 Incentivo a las empresas para iniciar la transición

En la sección anterior, se ha concluido que, a pesar del considerable crecimiento de las inversiones ASG y del interés cada vez mayor de los inversores en la promoción de valores sociales y medioambientales, la utilización de índices ASG y, en particular, de los índices climáticos regulados en la UE es todavía limitada, aun cuando existe una oferta considerable de índices etiquetados como CTB y PAB.

Bajo esta premisa, es posible anticipar que su papel como incentivador de la incorporación de objetivos de descarbonización en las empresas podría ser también limitado. Sin embargo, es posible relacionar la composición y la rentabilidad de los índices con ajustes de comportamiento en emisores con compromiso de reducción de huella de carbono y de mejora en la divulgación de información relacionada (este último aspecto se trata en el epígrafe 5.1).

25 De acuerdo con la respuesta de la Comisión Europea a una cuestión sobre productos del artículo 9 del SFDR, si existe un índice PAB o CTB, un producto que tenga objetivos de descarbonización ha de utilizar este índice como referencia (aunque no especifica si de manera activa o pasiva).

26 ESMA (2022c).

4.1 Composición y rentabilidad de los índices climáticos

La oferta de índices climáticos de la UE se aproxima a los 150 (véase sección 2), lo que muestra distintas realidades geográficas o económicas²⁷ con el objetivo común de reducir la intensidad (o emisiones absolutas) de GEI en, al menos, un 7 % al año de media²⁸.

Estos índices se forman, bien a partir de un índice de referencia matriz o base; o bien, a partir de un universo de valores invertibles²⁹, al tiempo que conservan características de riesgo-rendimiento similares a las del índice-matriz. De este modo, se facilita la comparación del desempeño de dicha cartera global con la del índice, que incorpora aspectos extrafinancieros; en este caso, elementos medioambientales.

Debido a la exclusión de compañías o de activos que no cumplen los requisitos definidos por el índice, el número de compañías que lo componen será normalmente inferior al número de integrantes del índice-base. Por su parte, debido al mayor número de requisitos exigidos para formar parte de un índice PAB, estos estarán compuestos por un menor número de compañías, no solo en relación con el índice de referencia-base, sino también con su respectivo índice CTB.

Tomando como ejemplo la cartera de índices climáticos del administrador Stoxx, se observa que, en diciembre de 2022, de media, el 95 % de los integrantes de los índices de referencia-matriz están incluidos en sus respectivos índices CTB; mientras que este porcentaje se reduce al 84 % en el caso de los PAB.

En cuanto a su composición sectorial, los índices CTB presentan diferencias mínimas en relación con su índice-base; inferiores al 1 %. En los índices PAB, estas diferencias son más acusadas (hasta el 4 %) debido a que sectores de mayor impacto están infrarrepresentados (como *utilities*, bienes industriales y energía); mientras que sectores considerados a día de hoy de bajo impacto en el cambio climático tienen sobrerrepresentación (como el tecnológico, el sanitario y servicios financieros³⁰).

27 Entre estos índices, se puede diferenciar los geográficos, los cuales intentan representar la realidad de una determinada área económica, de los dimensionales, que integran empresas en función de su tamaño. También se clasifican por los tipos de activos que incorporan: acciones o bonos. En su mayoría, estos índices son de renta variable. Cada uno de estos índices suele ser calculado y publicado varias versiones, como rendimiento total y rendimiento neto, así como utilizando las principales divisas de los mercados financieros.

28 El epígrafe 4.1 y el cuadro 2 de Gómez-Yubero y Gullón (2021) ofrecen una descripción detallada de los objetivos y requerimientos metodológicos de los índices PAB y CTB, así como de sus similitudes y diferencias.

29 El universo invertible está formado por todos los instrumentos invertibles de una clase de activo o un grupo de clases de activos.

30 Es preciso aclarar que el sector de los servicios financieros no está actualmente incluido en la taxonomía, por lo que no ha sido calificado en cuanto a su grado de sostenibilidad ambiental. Aunque el financiero es considerado como uno de los sectores con menos impacto directo en el medioambiente —debido a sus bajas emisiones de GEI—, su huella tiene lugar de modo indirecto, ya que el grueso de sus emisiones se concentra en el alcance 3, debido a la amplitud de sectores cubiertos con actividades como la concesión de préstamos, la inversión, la suscripción de seguros y la gestión de activos.

Ejemplo de diferencias de peso sectorial en índices Stoxx

CUADRO 2

Distribución por sectores	Índice-base (Stoxx USA 500)		Índice PAB (Stoxx USA 500 PAB)		Diferencia absoluta (%)
	Número de integrantes	%	Número de integrantes	%	
Tecnológico	80	16	77	18	2
Sanitario	66	13	66	16	3
Utilities	28	6	6	1	4
Bienes industriales y servicios	76	15	54	13	2
Servicios financieros	25	5	24	6	1
Energía	23	5	3	1	4
Inmobiliario	29	6	29	7	1
Viajes y ocio	20	4	20	5	1

Fuente: Elaboración propia a partir de Stoxx.

Los índices climáticos presentan un comportamiento, en términos de rentabilidad histórica, mejor que sus índices-base. Además, los índices PAB se comportan mejor que los índices CTB.

Esta conclusión, puede ilustrarse con el ejemplo de los índices provistos por Stoxx y Solactive, como muestra el cuadro 3.

Rentabilidad mensual histórica acumulada. Comparación índices base, PAB y CTB

CUADRO 3

	Universo original	PAB	Meses que lleva publicándose PAB	Meses de mayor rentabilidad de índice PAB	% Meses de mayor rentabilidad de índice PAB	CTB	Meses que lleva publicándose CTB	Meses de mayor rentabilidad de índice CTB	% Meses de mayor rentabilidad de índice CTB
STOXX USA 900 index	45,3%	50,8%	56	31	55,4%	49,0%	56	31	55,4%
STOXX USA 500 PRICE USD	46,1%	50,1%	56	30	53,6%	48,9%	56	30	53,6%
STOXX EUROPE 600 USD PRICE	6,0%	10,5%	56	32	57,1%	7,9%	56	30	53,6%
Solactive GBS United Kingdom All Cap Index PR	4,3%	6,4%	13	5	38,5%	8,6%	13	5	38,5%
Solactive GBS Developed Markets Europe Large & Mid Cap USD Index PR	-10,4%	-8,4%	13	6	46,2%	-6,1%	13	7	53,8%
Solactive GBS Emerging Markets Large & Mid Cap USD Index PR	34,4%	55,4%	83	51	61,4%	37,4%	83	47	56,6%
Solactive GBS Developed Markets Europe Large & Mid Cap USD Index PR	-16,8%	-11,4%	11	7	63,6%	-9,6%	11	7	63,6%
EURO STOXX TOTAL MARKET USD	2,3%	5,3%	56	28	50,0%	4,1%	56	29	51,8%

Fuente: Elaboración propia a partir de Reuters.

Nota: la rentabilidad histórica acumulada se ha calculado en cada caso para el número de meses de existencia del índice PAB y CTB.

La mayor parte de los índices PAB analizados (casi 2/3) ofrece una mayor rentabilidad acumulada, no solo respecto del índice-base, sino también respecto del índice CTB. De media, los índices PAB ofrecen una rentabilidad acumulada superior respecto de su índice-base; en casi 6 puntos porcentuales. En el caso de los CTB, su rentabilidad supera en casi 4 puntos porcentuales a la de su índice-base.

No solo la rentabilidad histórica ha sido mayor, sino que las rentabilidades mensuales, tanto de los índices PAB como de los CTB, batan a las de sus universos comparables en más de la mitad de los meses.

En el análisis de rentabilidades anuales se observa que el inicio de la política monetaria de corte restrictivo, a partir de finales de 2021, para hacer frente a las tensiones inflacionistas, ha perjudicado en mayor medida a los índices con etiqueta climática. Durante el ejercicio 2022, la mayoría de estos índices tuvieron rentabilidades inferiores a las de sus índices-base, siendo el comportamiento de los índices PAB peor que el de los índices CTB.

Este diferente comportamiento puede encontrar justificación en el aumento de costes asociados a las inversiones y adaptaciones necesarias para el cumplimiento de objetivos climáticos, en un contexto de tipos de interés crecientes y de tensiones inflacionistas. La situación actual ha generado incertidumbre acerca del cumplimiento de los objetivos climáticos; lo que unido a la elevación de los precios de la energía que beneficia, al menos en el corto plazo, a las empresas con exposición a energías fósiles y a otros sectores no incluidos o infrarrepresentados en los índices climáticos, también puede explicarlo. En línea con esta idea, cabe mencionar que los sectores cuya capitalización se ha comportado mejor en 2022, en el mercado nacional, han sido el petróleo y la energía (+2 %); y materiales básicos, industria y construcción (+18,3 %), que son los más infrarrepresentados en los índices PAB³¹.

No obstante, el menor rendimiento de estos índices durante el año 2022 no contrasta el mejor comportamiento histórico.

Rentabilidad acumulada mensual por año de índices base, índices CTB e índices PAB

CUADRO 4

Año	STOXX USA 500 PRICE USD	STOXX USA 500 Climate Transition Benchmark Price USD Index	STOXX USA 500 Climate Transition Benchmark Return EUR Index	STOXX EUROPE 600 Paris-Aligned Benchmark Price USD Index	STOXX EUROPE 600 Climate Transition Benchmark Price USD Index	Solactive GBS Emerging Markets Large & Mid Cap USD Index PR	Solactive ISS ESG Emerging Markets Aligned Benchmark TR Index	Solactive ISS ESG Emerging Markets Climate Transition Benchmark PR Index	EURO STOXX Total Market Paris-Aligned Benchmark Price USD Index	EURO STOXX Total Market Paris-Aligned Benchmark Price USD Index	EURO STOXX Total Market Paris-Aligned Benchmark Price USD Index	
2022	-18,2%	-23,1%	-21,7%	-17,7%	-18,1%	-22,6%	-9,9%	-12,8%	-19,3%	-19,7%	-19,5%	
2021	22,6%	26,0%	25,9%	13,6%	12,9%	12,3%	-3,9%	8,4%	6,0%	12,1%	12,0%	11,4%
2020	21,5%	22,2%	20,8%	8,4%	10,9%	9,9%	16,7%	10,6%	6,5%	11,9%	12,9%	12,7%
2019	24,9%	26,1%	25,9%	17,7%	19,9%	19,1%	17,2%	21,1%	19,0%	17,3%	19,8%	18,8%

Fuente: Elaboración propia a partir de Reuters

31 BME (2022c).

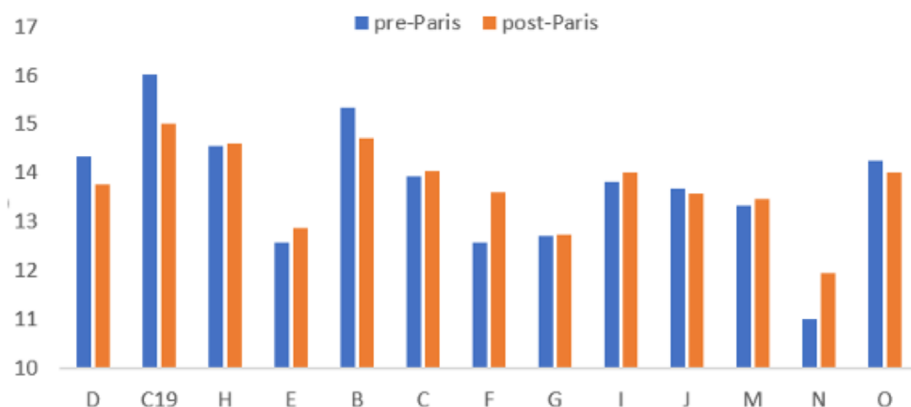
Factores como el menor riesgo crediticio que presentan las empresas con objetivos creíbles de transición carbónica y, por tanto, con menor riesgo de transición climática; así como el menor impacto en el rendimiento económico futuro —derivado de los precios de los derechos emisión de carbono— podrían encontrarse detrás del mejor comportamiento histórico de los índices con etiquetas PAB y CTB.

En efecto, el estudio de Carbone, S. *et al.* (2021) demuestra que las empresas con mayores emisiones de GEI están más expuestas al riesgo de transición y pueden tener una mayor probabilidad de quiebra y, por lo tanto, un mayor riesgo crediticio, ya sea ahora o en el futuro. Especialmente, si no tienen un plan creíble para la transición hacia una economía baja en carbono. Al tiempo, la divulgación de las emisiones y el establecimiento de objetivos prospectivos de reducción de emisiones están asociados con un menor riesgo crediticio y el impacto de los compromisos climáticos será mayor cuanto más ambiciosos sean los objetivos; tanto en términos de reducción porcentual de emisiones como de velocidad de reducción.

De hecho, tras el Acuerdo de París de 2015, las empresas más expuestas al riesgo de transición climática vieron deteriorarse sus calificaciones crediticias, mientras que otras empresas comparables no lo hicieron.

Calificación media de las empresas europeas antes y después del Acuerdo de París por sector CNAE¹

GRÁFICO 5



Fuente: Carbone, S. *et al.* (2021).

Notas: Eje Y: Calificación alfanumérica después de la asignación de la escala de calificación a valores ordinales que van del 1 al 21, de modo que un valor ordinal más alto indica una mejor calificación. Eje X: Sector CNAE: B – Industrias extractivas; C – Industria manufacturera; D – Suministro de energía eléctrica, gas, vapor y aire acondicionado; E – Suministro de agua, actividades de saneamiento, gestión de residuos y descontaminación; F – Construcción; G – Comercio al por mayor y al por menor, reparación de vehículos de motor y motocicletas; H – Transporte y almacenamiento; I – Hostelería; J – Información y comunicaciones; M – Actividades profesionales, científicas y técnicas; N – Actividades administrativas y servicios auxiliares; O – Administración pública y defensa; C19.

Aunque el trabajo mencionado concluye que las empresas que están mejor preparadas para la transición a la baja carbonización tienen un menor riesgo crediticio, también reconoce que el verdadero alcance de los riesgos crediticios relacionados con el clima aún podría ser subestimado, tanto por las agencias de calificación como por los mercados. Y esto es debido a las limitaciones existentes relacionadas con la fiabilidad y con la comparabilidad de las métricas de riesgo de transición climática, actualmente divulgadas por las compañías, y más aún, si se utilizan indicadores (*proxy*) por sectores de actividad (véase sección 6).

Cabe esperar que una mejora en la cobertura, la calidad y la comparabilidad de la divulgación de las emisiones de GEI y las estrategias de reducción de emisiones facilitarían una mejor evaluación y fijación de precios del riesgo climático a nivel de empresa.

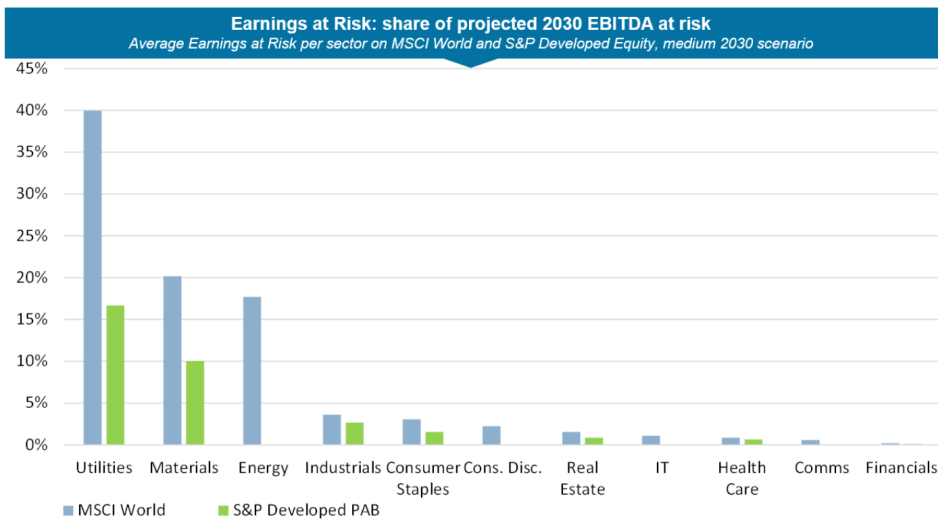
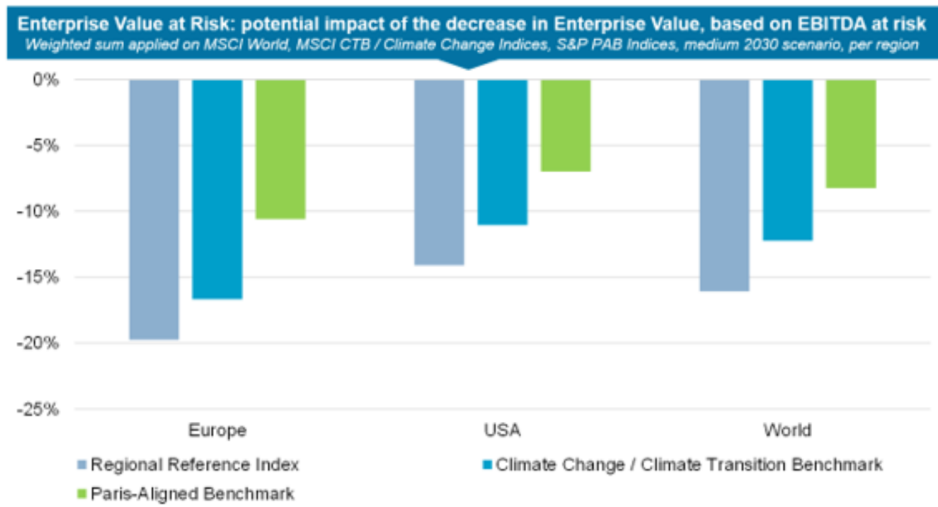
La inclusión de empresas en los índices CTB y PAB exige la existencia de un plan de transición creíble: una trayectoria de descarbonización de al menos un 7 % anual, medida en términos de emisiones o intensidades de emisiones de GEI. Por ello, las conclusiones expuestas por Carbone, S. *et al.* (2021) son trasladables al comportamiento de los índices climáticos.

Otro de los factores que impacta en la apreciación del valor de las compañías es el precio de los derechos de emisión actuales y futuros. Diversos estudios³² apoyan que los precios del carbono podrían representar un riesgo significativo para la cuenta de resultados de las compañías, sobre la base de sus emisiones actuales y de su salud financiera. En sectores como la energía, los materiales y las *utilities*, el aumento previsible del precio del carbono podría reducir hasta en un 50 % el EBITDA promedio del sector previsto para 2040.

Un estudio de Amundi demuestra que los índices PAB y CTB, en la medida que implican una descarbonización mínima de la cartera base del 50 % y del 30 %, respectivamente; y ponen dicha cartera en una trayectoria de reducción de emisiones de carbono a lo largo del tiempo, de al menos un 7 % por año, reducen significativamente el riesgo de fijación del precio del carbono. Por tanto, reaccionan mejor que sus índices-base a los cambios en el precio del carbono; hecho que repercute en las ganancias y en el valor de mercado, debido al sólido vínculo que existe entre las emisiones de carbono y el rendimiento financiero de una cartera.

La mejor rentabilidad esperada de los índices climáticos, debido a los factores expuestos, representa sin duda un incentivo para que las empresas asuman objetivos de descarbonización y mayores compromisos y credibilidad en la divulgación de sus métricas y estrategias de sostenibilidad. Todo ello permitirá que los inversores puedan evaluar mejor el riesgo de crédito relacionado con la transición de sus carteras y reducir así la probabilidad de que los mercados financieros valoren erróneamente el riesgo de transición del carbono.

32 Véase, por ejemplo, Amundi ETF (2022).



Fuente: Amundi ETF (2022).

4.2 Incorporación de objetivos de descarbonización por empresas españolas

En este epígrafe, se analiza hasta qué punto la pertenencia a los índices climáticos es un incentivo para que las compañías que los integran reduzcan su huella de carbono a través de la evolución de las emisiones de las empresas españolas que forman parte de alguno de los índices CTB o PAB administrados por Stoxx, desde el año 2019 al año 2021.

Durante este periodo, las empresas, en los índices, reducen las emisiones de alcance 1 en un 24,50 %; las emisiones de alcance 2, en un 13 %, mientras que las emisiones de alcance 3 disminuyen en un 9,7 %. Este descenso notable de las emisiones de alcance 1 y 2 podría ser indicativo del gran esfuerzo de las compañías por reducir las emisiones sobre las que pueden incidir de forma directa.

Representación de empresas españolas en los índices climáticos del administrador Stoxx

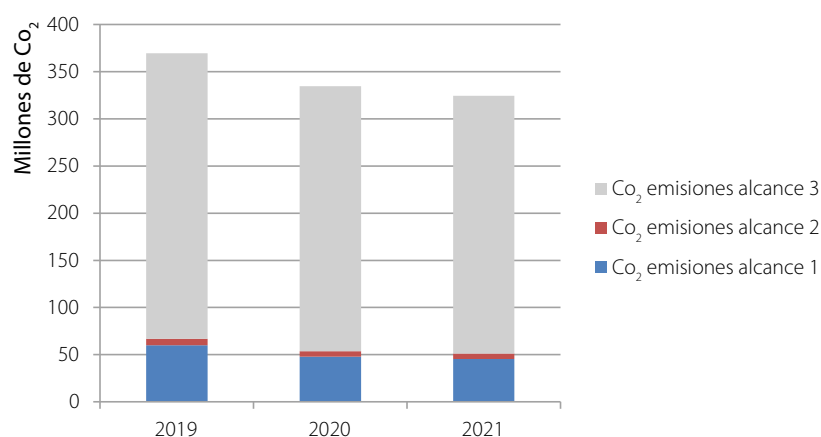
CUADRO 5

	Original (%)	CTB (%)	PAB (%)
Eurostoxx	8,36	8,70	6,82
Stoxx Europe 600	3,99	4,18	3,73
Stoxx Global 1800	1,33	1,43	1,28

Fuente: Elaboración propia a partir de Stoxx.

Evolución de las emisiones de alcance 1, 2 y 3 de empresas españolas en índices climáticos Stoxx

GRÁFICO 7



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Reuters.

Estas reducciones, sin embargo, no son superiores a las que se aprecian en el conjunto de las empresas españolas analizadas en el estudio realizado por la CNMV³³. A esta misma conclusión se llega si se compara la evolución de las emisiones de las empresas españolas, incluidas en índices Stoxx, con aquellas empresas del Eurostoxx no incluidas en índices CTB y PAB. Por lo tanto, no es posible inferir que la pertenencia a los índices climáticos esté incidiendo de forma clara en la reducción de emisiones.

Sin embargo, el análisis del indicador de cambio climático, construido en el estudio CNMV (2023) para el conjunto de las empresas analizadas y para las empresas que pertenecen a índices climáticos, arroja resultados más favorables a la pertenencia a los índices. Este índice de cambio climático trata de medir el grado en que los

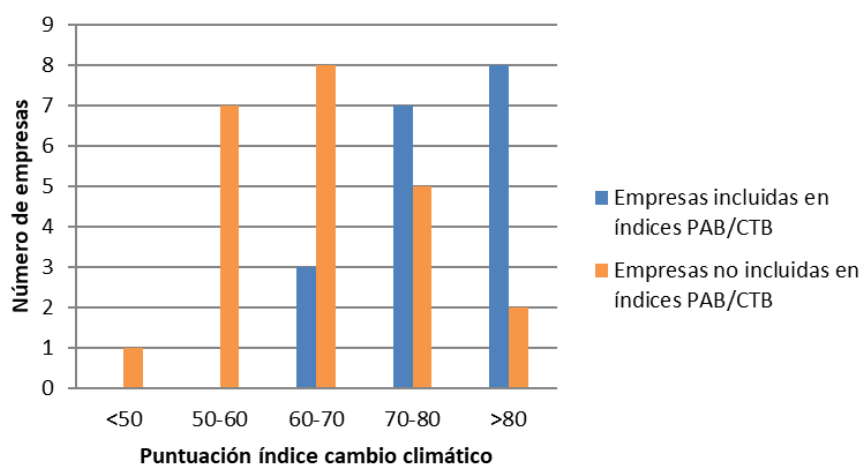
33 CNMV (2023c).

emisores han avanzado en la identificación de los riesgos y las oportunidades que conlleva el cambio climático y en las iniciativas para reducir sus emisiones de GEI.

Las empresas que están incluidas en índices CTB y PAB tienen mejor índice de cambio climático que aquellas empresas que no lo están. Mientras que las empresas incluidas en índices climáticos suelen obtener puntuaciones superiores a 70, las empresas no incluidas suelen tener puntuaciones inferiores.

Puntuaciones del índice de cambio climático en empresas pertenecientes a los índices climáticos frente a empresas no incluidas en los índices

GRÁFICO 8



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de CNMV (2023).

4.3 Caso del Ibex Gender Equality

Merece la pena dedicar este epígrafe a un índice elaborado en España que, a pesar de su corta trayectoria, sirve como claro ejemplo del posible impacto positivo en los compromisos de sostenibilidad de las empresas y en la calidad de sus divulgaciones.

De los tres administradores registrados por la CNMV, solo uno de ellos ofrece hasta ahora algún índice que toma en consideración factores ASG: el Ibex Gender Equality Index, que trata de medir la igualdad de género de las compañías cotizadas españolas³⁴.

34 De acuerdo con su metodología, el índice trata de medir la evolución de las compañías españolas basándose en su exposición a la igualdad de género en España. En cuanto a los factores de sostenibilidad, el índice tiene como objetivo fomentar la igualdad de género en las compañías españolas cotizadas. BME (2022a).

Universo elegible: IGBM (120 valores).

Cálculo del índice: las compañías han de cumplir dos requisitos simultáneamente:

- Entre un 25 % y un 75 % de presencia femenina en el consejo de administración.
- Entre un 15 % y un 85 % en la alta dirección.

Índice equiponderado (que evita el excesivo peso de las sociedades del Ibex). Se calcula en tres versiones: precios, dividendos y dividendos netos.

Datos de cálculo: datos que publica la CNMV sobre la presencia de mujeres en los consejos de administración y en la alta dirección de las sociedades cotizadas³⁵.

Fuente: BME (2022a).

En el momento de su lanzamiento, el 30 de noviembre de 2021, fueron 30 las compañías que entraron en el índice³⁶. En la actualidad, tras la revisión de junio de 2022, tiene 45 componentes (de los cuales, 20 forman parte del Ibex 35; 12, del Ibex Small Cap; 7, del Ibex Medium Cap y otros 6, del IGBM³⁷). La participación de los valores en el índice es equiponderada por lo que el peso de cada uno de ellos es del 2,2 %.

Este aumento del número de compañías que cumplen los requisitos en menos de 1 año puede ser indicativo de la eficacia del índice en el fomento de la asunción de criterios de presencia femenina en el consejo y en la alta dirección por parte de las compañías. De hecho, las nuevas compañías que se incorporan en el índice han realizado importantes esfuerzos; especialmente en la composición del consejo donde la representación de mujeres aumenta en un promedio de 12 puntos porcentuales. Las mujeres directivas también mejoran su representación en 3 puntos; hasta al 24 %.

Como se aprecia en el panel izquierdo del gráfico 9, la presencia de mujeres en los consejos y en la alta dirección de las empresas que forman parte del índice ha mejorado, en promedio, 5 y 2 puntos porcentuales, respectivamente, entre 2020 y 2021. A nivel de todas las empresas cotizadas, esta mejora fue, respectivamente, de 4 y 0,5 puntos porcentuales en el mismo periodo. Por otro lado, se situó en el 28,8 % la proporción de mujeres consejeras; y la representación de directivas, en el 18,5 %³⁸.

El índice también ha contribuido a mejorar la calidad de la información publicada por las entidades. De hecho, en diciembre de 2021 se revisó de forma extraordinaria su composición para incorporar 3 compañías que inicialmente no fueron incluidas porque habían reportado erróneamente la información a la CNMV³⁹. El lanzamiento del índice dio lugar a la corrección de la información por parte de las entidades.

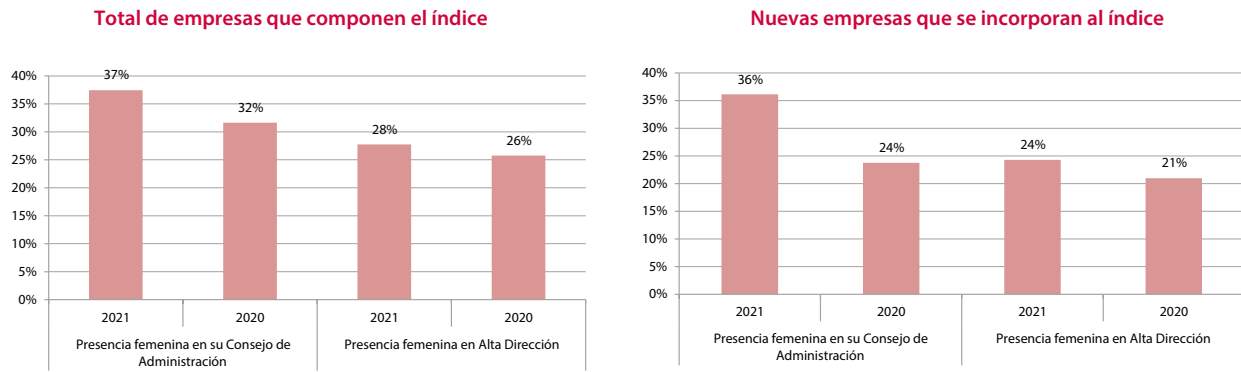
35 CNMV. «Presencia de mujeres en los consejos de administración y en la alta dirección de las sociedades cotizadas».

36 BME (2021a).

37 BME (2022b).

38 Todos los indicadores de representación utilizados en este epígrafe se refieren a la media de los correspondientes porcentajes que las mujeres consejeras y directivas representan en cada compañía.

39 De acuerdo con el aviso publicado por el administrador, estas compañías fueron Global Dominion, Logista y Telefónica. BME (2021b).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos publicados por la CNMV sobre presencia de mujeres en los consejos de administración y en la alta dirección de las sociedades cotizadas.

5 Contribución a la reducción del riesgo de *greenwashing*

Aunque no hay una definición legal ni consenso sobre el concepto de *greenwashing* o blanqueo ecológico, se puede afirmar que implica prácticas, intencionales o no, mediante las cuales la información sobre sostenibilidad divulgada públicamente (con respecto a una entidad o a un emisor, un instrumento financiero, un producto o un servicio) no refleja adecuadamente los riesgos y características de sostenibilidad subyacentes; lo que podrá inducir a error a los consumidores, a los inversores o al público en general.

El riesgo de *greenwashing* es posiblemente uno de los más importantes, desde la perspectiva del funcionamiento ordenado de los mercados, ya que puede generar ineficiencias en la formación de precios y favorecer la sobrevaloración de activos considerados *verdes*⁴⁰.

Este riesgo surge como consecuencia del rápido crecimiento de las inversiones ASG en un contexto de numerosas medidas legislativas⁴¹ que, aunque tratan de

40 Este hecho puede dar lugar a la aparición de burbujas financieras y a lo que se conoce como prima de riesgo *verde* o *greenium* en los mercados, que puede llegar a generar menores costes de financiación para los emisores, ya que los inversores parecen estar dispuestos a renunciar a parte de la rentabilidad a cambio de la utilidad de tener activos *verdes*. Este comportamiento puede, a su vez, incentivar que los emisores recurran a divulgar información sobre objetivos de sostenibilidad no veraces, exacerbando así el ciclo de sobrevaloración de precios y de infrponderación de la falta de calidad de la información en el proceso de toma de decisiones por parte de los inversores.

41 En este sentido, basta mencionar la gran cantidad de iniciativas legislativas que se han impulsado en la UE desde que la Comisión Europea anunció su plan de acción sobre finanzas sostenibles en 2018: Reglamento sobre Taxonomía (2019); Reglamento sobre divulgación de información relacionada con la sostenibilidad (SFDR) (2019); Reglamento sobre índices de referencia climáticos (2019); Directiva sobre información sobre sostenibilidad empresarial (CSRD) (2022); Propuesta de Directiva de Diligencia Debida de Sostenibilidad Corporativa (2022), Propuesta de Reglamento sobre una norma de bonos verdes en la UE (2021) y MIFID verde (2022).

regularlas, su elaboración e implementación se está produciendo con cierto retraso y falta de sincronización; lo que da lugar a vacíos regulatorios e inconsistencias entre distintas normas.

En la actualidad, las autoridades europeas tanto de mercado de valores, como bancaria y de seguros están trabajando, de forma coordinada y por mandato de la Comisión Europea⁴², para encontrar una definición única del fenómeno del *greenwashing* y para evaluar los problemas de implementación de la legislación sobre sostenibilidad, así como la respuesta supervisora⁴³.

5.1 Impacto de los índices en la transparencia y la comparabilidad de la información ASG de los emisores

Según datos de PIMCO⁴⁴, entre 2005 y 2018, el término ASG se mencionó en menos del 1 % de las presentaciones de resultados de empresas globales. Sin embargo, a partir de 2019 aumentó en un 5 %; crecimiento que llegó casi hasta el 20 % en 2021.

Si bien esta tendencia es indicativa del creciente interés por la inversión ASG, la transparencia es esencial para evitar que una carrera por el *oro verde* pueda conducir a la pérdida de confianza por parte de los inversores en las finanzas sostenibles, a decisiones de asignación de capital contrarias a sus objetivos y a prácticas de *greenwashing*.

El estudio realizado por la CNMV (2023⁴⁵) incluye una estimación del potencial *greenwashing* en empresas que suministran información sobre emisiones y de su alineación con el Acuerdo de París. Dicha estimación se lleva a cabo comparando dos *ratings* contruidos por Refinitiv: uno, a partir únicamente de la información suministrada por la propia empresa; y otro, que corrige el anterior utilizando otras informaciones públicas que cuestionan la información desvelada por los propios emisores.

Aunque esta estimación presenta importantes limitaciones que podrían condicionar sus resultados, de ella se deduce, de forma meramente aproximativa, que, si bien la mayoría de las empresas no realizaría un uso extensivo del *greenwashing*, las empresas de gran tamaño podrían estar más expuestas a ese riesgo dada la información que suministran a los mercados de valores.

42 Las tres Autoridades Europeas de Supervisión (ESMA, EBA y EIOPA) publicaron, en noviembre de 2022, una *call for evidence* (EBA, ESMA, EIOPA (2022) para recopilar información de las partes interesadas con el objetivo de mejorar la comprensión del concepto de *greenwashing*, sus características clave, sus impulsores y los riesgos asociados, así como para recopilar ejemplos de posibles prácticas de *greenwashing*.

43 El término *greenwashing* es el más comúnmente utilizado, y *a priori* hace referencia a aspectos medioambientales, esto es, a la letra «A» del acrónimo ASG. Sin embargo, es importante subrayar que los aspectos sociales y de gobernanza, es decir, las letras «S» y «G», también están involucradas. De hecho, ya se empiezan a oír términos como *social washing* o *sustainability washing*. Teniendo esto en cuenta, el trabajo de las autoridades europeas tratará de abordar el concepto de forma amplia, cubriendo los tres aspectos.

44 PIMCO (2021).

45 CNMV (2023c).

Si se aplica este mismo análisis a las compañías españolas que forman parte de índices CTB y PAB y se comparan con el resto de las empresas que no pertenecen a los índices, encontramos que, en consonancia con la anterior conclusión, un 33 % de las primeras tendrían posible riesgo de *greenwashing* en contraposición al 14 % de las empresas no incluidas. En ambos casos, este resultado podría explicarse por la mayor exposición mediática de las compañías de gran tamaño que, en general, también son las que están incluidas en los índices.

En este epígrafe se ha analizado si la inclusión de empresas en los índices climáticos supone un acicate para asumir objetivos de descarbonización creíbles y para divulgar información y métricas fiables. Para ello, se ha estudiado el comportamiento de las empresas españolas integradas en dichos índices.

En la actualidad, 24 empresas españolas forman parte de alguno de los índices CTB y PAB administrados por Stoxx. De acuerdo con la información disponible a través de Reuters, todas ellas publican información relativa a las emisiones de alcance 1, 2, y 3. Solo para el caso de 3 sociedades, se ha dado que las cifras publicadas generan alguna incertidumbre sobre emisiones de alcance 3, según los datos proporcionados por los propios emisores.

Para el cálculo de la huella de carbono se observa una creciente homogeneización del mismo debido al mayor número de empresas que siguen el GHG Protocol⁴⁶. Si en 2019, de acuerdo con Reuters, ninguna empresa española reportaba conforme a dicho protocolo, en 2021, un 54 % de las sociedades españolas integradas en los índices CTB y PAB se ciñen a él en beneficio de una mayor homogeneización de los datos; lo que facilita la comparabilidad de las cifras por parte de los inversores.

Asimismo, todas las sociedades españolas incorporadas en algunos de los índices sostenibles de Stoxx, excepto 3, reportan objetivos claros de reducción de emisiones, en cuanto a fechas, así como de los porcentajes de reducción de la huella de carbono.

La fiabilidad de la información es fundamental para mitigar el riesgo de *greenwashing*. Sin embargo, al contrario que otro tipo de información, la que suministran los emisores sobre sus emisiones GEI no es fácil de validar por terceros; lo que podría, a su vez, incentivar a las empresas a proveer al mercado información que sesgara al alza sus esfuerzos contra el cambio climático.

Desde que en 2019 se crearan los índices CTB y PAB, se observa una generalización en la elaboración de informes ASG auditados. Antes de esa fecha, solo 4 de las 24 empresas españolas que actualmente están incorporadas en alguno de los índices Stoxx realizaban esta práctica.

46 El Protocolo de Gases de Efecto Invernadero (GHG Protocol) proporciona estándares, orientación, herramientas y capacitación para empresas y gobiernos a la hora de medir y gestionar las emisiones de efecto invernadero de operaciones, cadenas de valor y acciones de mitigación. El protocolo fue elaborado conjuntamente por el Instituto de Recursos Mundiales (WRI) y el Consejo Empresarial Mundial para el Desarrollo Sostenible (WBCSD). GHG Protocol trabaja con gobiernos, asociaciones industriales, ONG, empresas y otras organizaciones.

En paralelo, se observa que las empresas que no forman parte de estos índices climáticos no tienen el mismo grado de compromiso. Sin embargo, desde la introducción de dichos índices, se produce una mejora progresiva por parte de dichas compañías en su nivel de transparencia y en la asunción de compromisos de sostenibilidad; lo que allana el camino hacia su elegibilidad para formar parte de los índices climáticos.

De 27 empresas españolas que forman parte del Stoxx Europe 600, y que no están incluidas en índices CTB y/o PAB, se observa que en 2018 el 37 % no calculaba sus emisiones de alcance 1 y 2. Esta proporción se eleva al 59 % en el caso de las emisiones de alcance 3. En 2020, solo 4 empresas declaraban utilizar el GHG Protocol como procedimiento para contabilizar sus emisiones; sin embargo, en 2021, ya son 15 las empresas que utilizan dicho protocolo.

Finalmente, las empresas que no forman parte de los índices CTB y PAB no manifiestan compromisos claros de reducción de emisiones, pero, también en ese caso, se observa una mejora paulatina. En 2019, eran 11 las empresas que no publicaban un objetivo de reducción de su huella de carbono. Tan solo un ejercicio después, este número se ha reducido a 5 empresas.

5.2 Riesgo de *greenwashing* a través de los índices

En los índices de referencia debe existir congruencia entre el objetivo de inversión del índice declarado por el administrador y el objetivo real del propio índice. Si se producen desajustes entre los objetivos reales y los declarados por los administradores se puede generar confusión a los usuarios e inversores en general.

El riesgo de *greenwashing* también puede provenir de la divulgación de información por parte de los administradores sobre el impacto de sus índices, cuando se centra en políticas de exclusión que no dan lugar a la selección de un universo de inversión plenamente sostenible; o bien, si se presenta una estrategia de integración ASG pero no se asume el compromiso de utilizar consideraciones ASG en la toma de decisiones de inclusión de compañías en el índice.

La creación de índices de referencia similares a los regulados bajo las etiquetas PAB o CTB, pero con pequeños ajustes que los hacen quedar fuera de estas categorías legalmente reconocidas, puede dar la impresión de un sólido perfil ASG. Aun cuando la regulación de los requisitos de divulgación de información para los índices de referencia ASG reduce el riesgo de *greenwashing*, la falta de requisitos metodológicos que permitan a los usuarios de índices de referencia comparar diferentes índices de referencia que afirmen tener un perfil ASG sólido constituyen un factor que favorece dicho riesgo.

En el trabajo Gómez-Yubero y Gullón (2021) se identifica también que, debido al ámbito de aplicación limitado de BMR, podrían crearse índices de referencia ASG al margen de dicha regulación; es decir, índices que no cumplan con ninguno de los tres requisitos previstos en la definición de *índice de referencia* contenida en el artículo 3.3 de BMR. Esta situación, de producirse, podría dar lugar a que las entidades que ofrecen tales índices se encontrasen en una situación competitiva más favorable

que los administradores que ofrecen índices sujetos a BMR. Asimismo, la provisión de estos índices podría favorecer prácticas de *greenwashing*.

Estos ejemplos están en el foco de los reguladores y servirán para mejorar el marco regulatorio, introducir estándares de supervisión comunes efectivos y definir las respuestas supervisoras efectivas para asegurar una divulgación ASG consistente y comparable.

ESMA, en su hoja de ruta sobre sostenibilidad⁴⁷, identifica el seguimiento y evaluación de las prácticas de *greenwashing* como un objetivo horizontal. Además, identifica acciones concretas para contribuir a mejorar y lograr una regulación congruente con todo el paquete legislativo en materia de sostenibilidad. ESMA también ha planificado acciones concretas con el objetivo de alcanzar una convergencia en la aplicación de la normativa y en la supervisión efectiva, tanto de los índices climáticos como de los requisitos de transparencia sobre factores ASG exigibles al resto de índices.

La CNMV también contempla, como una prioridad transversal de su actividad supervisora, el seguimiento e identificación de posibles prácticas de *greenwashing* en los distintos ámbitos de su competencia, así como su prevención mediante la provisión de orientación y criterios al mercado, y el establecimiento de expectativas claras de supervisión. En relación con los índices de referencia, la CNMV tiene previsto revisar el cumplimiento de los criterios de divulgación ASG establecidos en el Reglamento BMR⁴⁸.

6 Obstáculos identificados y soluciones propuestas

La rápida evolución y la complejidad del marco legislativo sobre finanzas sostenibles ha dado lugar, por un lado, a una cobertura desigual de los diversos eslabones de la cadena de valor de la inversión sostenible y, por otro, a inconsistencias entre las distintas piezas legislativas; lo que está obstaculizando que instrumentos como los índices de referencia se puedan desarrollar y utilizar con plena eficacia.

Esta situación ocasiona diferencias interpretativas y de aplicación práctica lo que, en última instancia estimula, de manera voluntaria o involuntaria, prácticas de *greenwashing* o, más genéricamente, de blanqueo ASG; con la consiguiente amenaza para la protección del inversor y para el funcionamiento eficiente de los mercados.

En el trabajo publicado en 2021, fueron identificadas una serie de cuestiones que precisaban aclaración con el objetivo de mejorar la eficacia de los índices en su contribución a los ODS. Entre estas cuestiones, que siguen siendo válidas en la actualidad, se incluye la falta de un registro centralizado de índices climáticos y de sostenibilidad, así como la ausencia de reglas específicas sobre el uso en la denominación del índice, que dificulta la identificación de los índices y, por tanto, su uso y

47 ESMA (2022a).

48 CNMV (2023b).

comparabilidad por parte de los posibles usuarios. También se propone adecuar la definición general de los índices de referencia a fin de que no sea posible crear índices ASG al margen de BMR.

En esta sección se profundiza el análisis e identificación de las principales deficiencias que obstaculizan el papel de los índices como catalizadores de las finanzas sostenibles; y se señalan las posibles soluciones. Muchas de ellas ya están siendo consideradas por las autoridades europeas y se ha iniciado su puesta en marcha.

Para la elaboración de esta sección, también se han tenido en cuenta las opiniones de los administradores y promotores de índices de referencia de sostenibilidad obtenidas a partir de una encuesta coordinada por ESMA que se llevó a cabo en 2022.

6.1 Inconsistencias entre diferentes piezas legislativas

Entre las inconsistencias más relevantes, destaca el concepto de «no causar un daño significativo» (*do not significantly harm* o DNSH, por sus siglas en inglés) a otros objetivos ASG que recoge el Reglamento BMR, por un lado, y los Reglamentos de Taxonomía y de Divulgación (SFDR) por otro; las diferencias entre inversiones y actividades sostenibles en SFDR y en el Reglamento de Taxonomía; y la ausencia de este concepto en BMR así como el uso de estimaciones y/o de información equivalente en métricas ASG y la diferente definición de las métricas para medir los mismos conceptos.

El Reglamento BMR menciona el concepto de DNSH al referirse a que las entidades que pueden ser incluidas en los índices climáticos no han de causar un daño significativo a otros objetivos ASG; lo que se traduce en exclusiones⁴⁹ aplicadas tanto a los índices PAB⁵⁰ como, a partir de 2023, a los índices CTB⁵¹. Entre estas exclusiones están, por ejemplo, las empresas cuyos ingresos provienen de actividades consideradas dañinas como las relacionadas con armas controvertidas o con el cultivo y producción de tabaco.

El Reglamento SFDR recoge el concepto de DNSH al definir inversiones sostenibles como «las inversiones en una actividad económica que contribuyen a la consecución de un objetivo medioambiental o social y que, además, no causan un perjuicio significativo a ninguno de dichos objetivos». Este principio está estrechamente vinculado

49 Estas exclusiones están recogidas en el artículo 10 (para los índices CTB) y en el 12 (para los índices PAB) del Reglamento Delegado 2020/1818 por el que se complementa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los estándares mínimos aplicables a los índices de referencia de transición climática de la UE y los índices de referencia de la UE armonizados con el Acuerdo de París.

50 Artículo 3, apartado 1, punto 23 ter del Reglamento BMR (según modificación introducida por el Reglamento (UE) 2019/2089 por el que se modifica el Reglamento (UE) 2016/1011 en lo relativo a los índices de referencia de transición climática de la UE, los índices de referencia de la UE armonizados con el Acuerdo de París y la divulgación de información relativa a la sostenibilidad de los índices de referencia.

51 Artículo 19 ter del Reglamento BMR (según modificación introducida por el Reglamento (UE) 2019/2089 por el que se modifica el Reglamento (UE) 2016/1011 en lo relativo a los índices de referencia de transición climática de la UE, los índices de referencia de la UE armonizados con el Acuerdo de París y la divulgación de información relativa a la sostenibilidad de los índices de referencia.

a la divulgación de las principales incidencias adversas (PIA) de las decisiones de inversión sobre los factores de sostenibilidad⁵².

Asimismo, en el artículo 3 del Reglamento de Taxonomía⁵³ se establecen los requisitos para que una actividad económica pueda calificarse como ambientalmente sostenible. Entre estos requisitos se encuentra el de no causar un perjuicio significativo a alguno de los objetivos medioambientales establecidos en su artículo 9. El tratamiento de este concepto en el Reglamento de Taxonomía se refiere solo a los aspectos ambientales; establece criterios más estrictos para evaluar su cumplimiento.

Las diferentes aproximaciones a lo que constituye una actividad nociva da lugar a situaciones contradictorias como, por ejemplo, que una empresa tabaquera pueda ser etiquetada como sostenible bajo criterios del Reglamento SFDR, ya que el tabaco no está incluido en ninguno de los PIA obligatorios; mientras que la misma compañía estaría excluida de los índices de referencia climáticos.

También es posible que los índices climáticos incluyan en su composición empresas que no se califican como sostenibles bajo SFDR. Por ejemplo, actualmente es posible que un índice CTB mantenga compañías de combustibles fósiles que dañarían el PIA sobre «exposiciones a compañías activas en el sector de los combustibles fósiles» o, de manera similar, que un índice PAB o CTB perjudique el PIA sobre diversidad de género, ya que este criterio de exclusión no está previsto en BMR.

Estas inconsistencias suponen una importante limitación para el uso de índices climáticos en productos sujetos a SFDR; y son particularmente relevantes en el caso de los productos del artículo 9 del SFDR que replican o utilizan como referencias índices climáticos.

La Comisión Europea creó en 2020, siguiendo lo previsto en el artículo 20 del Reglamento de Taxonomía, la Plataforma sobre Finanzas Sostenibles, esto es, un grupo de expertos que asesora a la Comisión sobre el desarrollo de la taxonomía y, en general, sobre las políticas relacionadas con las finanzas sostenibles. Entre sus trabajos, destacan las recomendaciones contenidas en el Informe sobre usabilidad⁵⁴, publicado en octubre de 2022, que aborda los desafíos a los que se enfrentan los usuarios de la taxonomía. Entre sus recomendaciones, la Plataforma propone determinadas modificaciones legislativas que pretenden alinear las diferentes regulaciones sobre sostenibilidad.

52 Reglamento Delegado 2022/1288, de 6 de abril 2022, por el que se completa el Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo respecto a las normas técnicas de regulación que especifican los pormenores en materia de contenido y presentación que ha de cumplir la información relativa al principio de «no causar un perjuicio significativo», y especifican el contenido, los métodos y la presentación para la información relativa a los indicadores de sostenibilidad y las incidencias adversas en materia de sostenibilidad, así como el contenido y la presentación de información relativa a la promoción de características medioambientales o sociales y de objetivos de inversión sostenible en los documentos precontractuales, en los sitios web y en los informes periódico, Anexo I Cuadros 1,2 y 3.

53 Reglamento 2020/852, artículo 9: los objetivos medioambientales son: a) mitigación del cambio climático; b) adaptación al cambio climático; c) uso sostenible y protección de los recursos hídricos y marinos; d) transición hacia una economía circular; e) prevención y control de la contaminación; f) protección y recuperación de la biodiversidad y los ecosistemas.

54 Platform on Sustainable Finance (2022). *Platform Recommendations on Data and Usability*. 12 de octubre.

El cuadro 7 recoge el resumen de las recomendaciones de la Plataforma que afectan al Reglamento BMR. Entre ellas, y para abordar las situaciones descritas anteriormente, la Plataforma propone alinear la definición de «daño» (contenida en BMR para los índices climáticos con la de SFDR), tomando en consideración los PIA en el diseño de los índices; y a su vez, homogeneizar las exclusiones (incluye el tabaco como actividad nociva, por ejemplo, tanto en SFDR como en BMR) para que queden perfectamente alineadas.

Resumen de las recomendaciones de la Plataforma sobre Finanzas Sostenibles a la Comisión Europea en relación con BMR

CUADRO 7

Recomendaciones	Descripción	Prioridad ¹
Tema 49	Tener en cuenta la divulgación de información sobre sostenibilidad en el marco del Reglamento sobre Índices de Referencia (BMR) al modificar los PAI del SFDR. Específicamente: <ul style="list-style-type: none"> — Actualizar los requisitos de divulgación de índices de referencia basados en ASG para una completa alineación con los PIA de SFDR. — La divulgación de información sobre índices de referencia basados en criterios ASG debe incluir la alineación con la taxonomía. — Las PIA de SFDR sobre los indicadores de combustibles fósiles deben actualizarse para seguir el mismo desglose que las exclusiones para los índices PAB. — Las exclusiones de las PIA de SFDR y las de los índices PAB y CTB deben alinearse (p.ej., considerando ambas la exclusión del tabaco). 	Alta
Tema 50	Incluir la exposición al tabaco como PIA y sustituir el Pacto Mundial de las Naciones Unidas por los Principios Rectores de las Naciones Unidas sobre las Empresas y los Derechos Humanos para lograr coherencia entre ambas regulaciones.	Alta
Tema 51	Los CTB deben alinearse con la definición de «daño» del SFDR, en el sentido de que se deben «considerar» los indicadores PIA en su construcción y con explicaciones claras sobre cómo se consideran los PIA. Aunque los PAB ya son consistentes con los PIA, en la gran mayoría de casos, se recomienda una alineación similar en aras de la coherencia entre los PAB y los CTB.	Media
Tema 52	Considerar el desarrollo de una taxonomía de «actividades nocivas siempre significativas» y, hasta entonces, incluir una breve lista de actividades sociales y ambientales «siempre principalmente adversas», como parte de los PIA, para utilizarlo como criterio de selección en BMR. Considerar el desarrollo y la implementación de índices de referencia alineados con los objetivos del SFDR para los restantes indicadores obligatorios PIA del SFDR.	Baja
Tema 53	Alinear las métricas de los PIA del SFDR, más estrechamente, con las requeridas en el BMR una vez que se revisen los PIA. En concreto, incluir el consumo de energía, los incidentes de discriminación, la diversidad ejecutiva y la compensación del CEO en los requisitos de divulgación de los índices de referencia para alinear mejor SFDR y BMR.	Media
Tema 54	Considerar, cuando se utilice una calificación o <i>rating</i> ASG en la presentación de informes de BMR, la obligatoriedad de informar sobre la metodología formal utilizada para crear dicha calificación.	Media
Tema 55	Revisar el ajuste inflacionario EVIC para tener en cuenta cada empresa participada dentro del índice.	Media
Tema 56	Revisar el Reglamento Delegado (UE) 2020/1818 para garantizar que el año base sea 2020 y se evidencie un 7 % interanual a partir de entonces; o que los requisitos del año 1 para cualquier nuevo CTB o PAB se calculen con la trayectoria del 7 % hasta 2020.	Media
Tema 57	Revisar el Reglamento Delegado (UE) 2020/1818 para permitir a los proveedores de índices de referencia elegir si trata la renta variable del sector financiero y de seguros como componente del sector de alto o bajo impacto.	Baja

Fuente: Platform on Sustainable Finance (2022). *Platform Recommendations on Data and Usability*. 12 de octubre.

¹ La prioridad de las recomendaciones se refiere a la mayor o menor urgencia con la que la Plataforma considera que han de ser abordadas en la regulación, pero no a su importancia o impacto, ya que todas las recomendaciones se consideran igualmente necesarias.

6.2 Diferente definición de las métricas

El segundo asunto destacado sobre la falta de coherencia entre las obligaciones de transparencia en las diferentes normas está relacionado con las métricas ASG. Entre las discrepancias más relevantes cabe remarcar las derivadas de que las normas contemplan diferentes tipos de fuentes para desarrollar las métricas ASG (datos de las compañías, información equivalente y estimaciones); lo que da lugar a problemas de comparabilidad de la información y, también, obstaculiza el uso eficaz de los índices como referencia en productos regulados por SFDR.

No obstante, es preciso tener en cuenta que las nuevas normas de información sobre sostenibilidad que se desarrollarán en el marco de la CSRD, ayudarán a resolver algunos de estos problemas de inconsistencia entre las divulgaciones bajo los Reglamentos de Taxonomía, Divulgación y BMR; lo que reducirá, en cierta medida, la dependencia de estimaciones e información equivalente.

En cuanto al uso de estimaciones, actualmente no existen reglas claras sobre lo que constituyen estimaciones más o menos sólidas; lo que conduce a grandes diferencias en cuanto a su uso en SFDR, BMR y en el Reglamento de Taxonomía. Además, tampoco existe una regulación específica de los proveedores externos de datos ASG, con la consiguiente falta de transparencia de las metodologías utilizadas. Para contribuir a paliar esta debilidad, IOSCO⁵⁵ ha publicado recomendaciones sobre buenas prácticas que pueden adoptar los participantes de los mercados en su selección de productos y servicios de proveedores de datos ASG que requieren estimaciones.

La Plataforma recomienda que cuando un proveedor de índices utilice calificaciones o puntuaciones ASG en sus informes conforme a BMR debe informar sobre la metodología formal utilizada para crear dicha calificación o puntuación.

La futura regulación de los proveedores de datos, como los *ratings* ASG, que contempla la Comisión Europea resolverá en buena medida esta problemática⁵⁶.

Determinadas métricas, como la intensidad de gases de efecto invernadero (GEI) presentan discrepancias metodológicas, ya que la forma de cálculo en SFDR y en BMR es diferente. En el primer caso, la fórmula de cálculo de la intensidad de GEI utiliza los ingresos como denominador de la base absoluta, mientras que en la fórmula de BMR se utiliza el valor de empresa (EVIC). Esta disparidad puede plantear dificultades en la interpretación de la intensidad de GEI para una determinada empresa o cartera en la que se invierte; y puede llevar a los participantes en el mercado a conclusiones diferentes sobre la intensidad de GEI de un determinado producto financiero o índice de referencia.

55 IOSCO (2022).

56 A este respecto, la Comisión Europea llevó a cabo entre abril y junio de 2022 una consulta pública específica (European Commission, 2022a) sobre el funcionamiento del mercado de calificaciones ASG en la UE y sobre la consideración de los factores ASG en las calificaciones crediticias como paso previo a una posible iniciativa regulatoria.

Intensidad GEI = $tCO_2e/EVIC$	Intensidad GEI = $tCO_2e/Ingresos$
<p>Donde:</p> <p>tCO_2e: toneladas equivalentes de CO_2</p> <p>EVIC: valor de la empresa, incluido el efectivo, calculado como la suma de la capitalización de mercado de las acciones ordinarias y preferentes, el valor contable de la deuda total y las participaciones no dominantes sin deducción de efectivo.</p> <p>Ingresos: ingresos totales de la empresa.</p>	

Fuente: Elaboración propia.

Aunque la métrica de BMR presenta ventajas —como su mejor aplicabilidad tanto a las inversiones de renta variable como a las de renta fija, y un menor sesgo a favor o en contra de cualquier sector económico en particular—, también tiene inconvenientes como la elevada volatilidad que, en ocasiones, puede presentar el EVIC y la dificultad para calcular este dato si no se dispone de la capitalización bursátil.

Con el objeto de solucionar estas discrepancias, la Plataforma sugiere en su informe que las métricas de las declaraciones de los índices reflejen los factores ASG⁵⁷ de forma que estas estén completamente alienadas con las PIA del SFDR, así como con el Reglamento de Taxonomía. La Plataforma también recomienda que los índices de referencia y los fondos utilicen las mismas métricas para informar sobre la huella, intensidad y perfil de carbono general del producto financiero, y prefiere los requisitos de SFDR a los requisitos de BMR.

Una regulación común y coherente para el uso de estimaciones e información equivalente, así como sobre requisitos para la divulgación de las metodologías utilizadas para estimar ciertos datos clave —como las emisiones de GEI de alcance 3— es necesaria para mejorar la comparabilidad de los datos en virtud de estos tres reglamentos.

Las tres autoridades europeas de supervisión (EBA, EIOPA y ESMA) publicaron en abril de 2023 una consulta pública⁵⁸ sobre modificaciones al Reglamento Delegado (UE) 2022/1288 del Reglamento de Divulgación de Información sobre Finanzas Sostenibles (SFDR) que aborda gran parte de las incongruencias recogidas en este y en el anterior apartado, en relación, entre otros, con los indicadores de sostenibilidad, los principales impactos adversos y la divulgación de los objetivos de reducción de las emisiones GEI.

57 BMR exige que los administradores expliquen en la declaración sobre los índices de referencia cómo se reflejan los factores ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) en cada índice de referencia o cada familia de índices de referencia elaborados y publicados.

58 EBA, ESMA y EIOPA (2023).

6.3 Creación de índices climáticos por administradores de índices significativos

El Reglamento BMR solicita a los administradores de índices significativos de la UE un esfuerzo para comercializar uno o más índices de transición climática CTB⁵⁹. Este esfuerzo debía materializarse a partir de enero de 2022. Y aunque en la UE hay tres administradores que proporcionan índices significativos, ninguno de ellos ofrece índices CTB. Tan solo uno de estos administradores, Euronext Paris, ha lanzado un índice⁶⁰ que selecciona compañías dentro del universo del índice CAC con objetivos de reducción de emisiones en línea con el Acuerdo de París. Sin embargo, aunque considera objetivos de descarbonización, este índice no se ajusta exactamente a las características de los índices CTB ni PAB.

Son varias las razones que estos proveedores señalan para justificar esta situación, algunas de ellas, ya recogidas en los epígrafes anteriores, como las incongruencias en materia de identificación de actividades nocivas y DNSH, la falta de alineación entre los factores ASG de BMR y las PAI de SFDR, así como las diferencias de cálculo de indicadores de sostenibilidad como la intensidad de GEI.

La calidad insuficiente de los datos necesarios, el coste para acceder a información estimada o equivalente y los diferentes requisitos de divulgación son también argumentos que frenan el lanzamiento de estos productos. En particular, a pesar de que la inclusión en el cálculo de las emisiones GEI de ámbito 3 para los índices PAB y CTB se produce gradualmente, en función de los sectores⁶¹, los administradores solicitan mayor flexibilidad debido a la escasa cobertura y disponibilidad actuales de estos datos.

La diversidad de proveedores de datos y metodologías existentes en el mercado (muchas de ellas poco transparentes), la falta de estandarización de las calificaciones de sostenibilidad y el coste añadido que supone contratar un proveedor de datos ASG (que proporcione toda la información necesaria para desarrollar los índices CTB) también se consideran factores que obstaculizan su desarrollo.

Finamente, algunos administradores también señalan la falta de interés del inversor y la ausencia de peticiones de estos índices por parte de los emisores.

59 Artículo 19 del Reglamento BMR (según modificación introducida por el Reglamento (UE) 2019/2089.

60 Euronext (2023).

61 Los datos de emisiones GEI de ámbito 3 se incorporan por fases según el sector:

- Diciembre de 2020: energía y minería.
- Diciembre de 2022: transporte, construcción, edificios, materiales e industria.
- Diciembre de 2024: resto de sectores.

6.4 Creación de nuevas etiquetas de índices ASG

La Comisión Europea está explorando la posibilidad de introducir una nueva etiqueta para índices de referencia que abarque todos los factores ASG como complemento a las etiquetas actuales de índices climáticos⁶², lo que impulsaría la canalización de flujos de capital hacia inversiones más sostenibles y seguiría ayudando a abordar el banqueo ASG. Los dos índices climáticos, hasta ahora regulados, se centran muy específicamente en la reducción de las emisiones de GEI y los objetivos del Acuerdo de París y atienden solo a un aspecto del universo ASG. Por tanto, existe margen para crear una nueva etiqueta que abarque todo el espectro ASG.

Muchos inversores confían actualmente en los llamados índices de referencia ASG para justificar la característica relacionada con la sostenibilidad de su cartera o de los productos de inversión que ofrecen. Sin embargo, la comparabilidad y fiabilidad de estos índices ASG se ve afectada por la falta de armonización de sus metodologías y por las dudas que plantea a los inversores el nivel de ambición de los objetivos perseguidos. Actualmente, los únicos requisitos reglamentarios aplicables a los índices ASG son los de divulgación, establecidos en los reglamentos delegados correspondientes⁶³, lo que resulta insuficiente para garantizar un nivel adecuado de armonización entre los diferentes índices. Armonizar la metodología de estos índices es fundamental para garantizar un sello de calidad y un elevado nivel de protección de los inversores.

A fin de no incurrir en los mismos defectos de los que adolece la regulación actual sobre índices climáticos⁶⁴, es preciso que el calendario de creación de dichas etiquetas sea coordinado y sincronizado con las demás legislaciones sobre finanzas sostenibles.

Para garantizar la coherencia entre BMR y el Reglamento de Taxonomía, la Comisión Europea debe presentar un informe al Parlamento Europeo y al Consejo sobre la adaptación de las normas mínimas de los índices de referencia climáticos a la taxonomía (apartado 4 del artículo 54 del Reglamento BMR).

También debe presentar un informe sobre la viabilidad de «índices de referencia ASG», teniendo en cuenta el carácter evolutivo de los indicadores de sostenibilidad

62 Para ello, la Comisión Europea ha realizado una consulta pública (European Commission, 2022b) previa a una posible propuesta normativa que regule la metodología de los índices ASG y su transparencia.

63 Reglamento Delegado (UE) 2020/1816 de la Comisión, de 17 de julio de 2020, por el que se completa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a la explicación en la declaración del índice de referencia de cómo se reflejan los factores ambientales, sociales y de gobernanza en cada índice de referencia elaborado y publicado; y el Reglamento Delegado (UE) 2020/1817 de la Comisión, de 17 de julio de 2020, por el que se completa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta al contenido mínimo de la explicación de cómo los factores ambientales, sociales y de gobernanza se reflejan en la metodología del índice.

64 La regulación de los índices climáticos y los requisitos de divulgación de los índices que consideran factores o persiguen objetivos ASG fue adoptada con anterioridad a la publicación del Reglamento de Taxonomía; lo que da lugar a que los factores ASG de BMR se refieran a empresas cuyas actividades se encuentran identificadas en CNAE cuando sería más útil para los usuarios disponer de información sobre las actividades relacionadas con la taxonomía.

y los métodos utilizados para medirlos. El informe irá acompañado, en su caso, de una propuesta legislativa (apartado 5 del artículo 54 del Reglamento BMR).

Para ello, en términos de prioridad, sería conveniente que, primero, se definan las normas mínimas para los productos financieros clasificados en los artículos 8 y 9 del SFDR, como etiquetas de producto y, a continuación, identificar cómo interactuarían con una metodología de índices ASG.

Las etiquetas de los nuevos índices ASG podrían articularse definiendo umbrales mínimos de los diferentes indicadores de sostenibilidad, o bien, exigiendo una mejora mínima en relación con el universo invertible para cada uno de los indicadores de sostenibilidad; o una combinación de ambas técnicas. A fin de facilitar su implementación, los umbrales que definan la etiqueta podrían aumentarse hasta llegar al objetivo final de forma gradual. De modo que, en una primera fase, la etiqueta se articule con unos umbrales en los indicadores de sostenibilidad relativamente bajos, de modo que hagan viable su implementación. A todo esto, cabe añadir que, todavía resulta costoso y difícil acceder a la información sobre sostenibilidad de las compañías y que el grado de implementación y el alcance de la taxonomía tienen aún un amplio recorrido por delante.

En línea con esta propuesta, es conveniente mencionar las conclusiones del trabajo publicado por ESMA (ESMA 2022c). Este trabajo también destaca la necesidad de calibrar cuidadosamente los posibles umbrales que puedan establecerse en una futura regulación de etiquetas, ya sea para fondos o para índices de referencia; de forma que se pondere adecuadamente la credibilidad de la etiqueta a efectos de mejorar la protección de los inversores y de mitigar el riesgo de *green-washing*, y su utilidad, a fin de que pueda ser ampliamente utilizado por gestores e inversores.

A medida que se vaya ampliando el alcance y la implementación de la taxonomía de la UE y un número cada vez mayor de empresas inicie la transición, la proporción de actividades alineadas con la taxonomía aumentará con el tiempo. La implementación de las obligaciones de información conforme a CSDR y la puesta en marcha de un punto de acceso único centralizado a la información sobre sostenibilidad de las empresas (que se trata en el epígrafe siguiente), también contribuirá a facilitar el cumplimiento de requisitos más estrictos que puedan establecerse para que, tanto productos como índices, puedan adherirse a las etiquetas. Este procedimiento facilitará también que estas etiquetas cumplan con el objetivo de agilizar la toma de decisiones por parte de los inversores con garantía de cumplimiento de requisitos *verdes* regulados y armonizados.

Una medida que contribuiría a garantizar una mayor eficacia de los nuevos índices ASG sería el desarrollo de índices temáticos, como alternativa a etiquetas, que consideren conjuntamente todos los factores ASG. De forma similar a la regulación de los índices climáticos que se centran en los objetivos de descarbonización podrían regularse índices alineados con objetivos concretos (como la diversidad de género o la reducción de la contaminación del agua) que definieran parámetros específicos respecto a los objetivos individuales seleccionados y a los porcentajes de mejora

respecto a su universo invertible. En línea con esta propuesta también se pronuncia la Plataforma sobre Finanzas Sostenibles⁶⁵.

La necesidad de contar con índices más especializados que se centren en aspectos o componentes específicos ASG es el aspecto más demandado por los gestores encuestados por la Index Industry Association (véase el epígrafe 3.2 de este artículo).

El estudio publicado recientemente por la Comisión Europea⁶⁶ sobre la viabilidad de un índice ASG de la UE plantea el desarrollo, a través de varias opciones, de un estándar obligatorio para los índices ASG complementado con una etiqueta voluntaria similar a la de los índices CTB y PAB de la UE. El establecimiento de un estándar obligatorio para todos los índices ASG de la UE presenta escasa viabilidad, al menos a corto plazo, por lo que el estudio plantea implementar tanto el estándar obligatorio como las etiquetas voluntarias, así como instrumentos que den acceso automático a los productos de inversión sujetos al SFDR que los utilicen como referencia a calificarse como productos de los artículos 8 y 9 del SFDR, respectivamente.

Además, dadas las limitaciones de viabilidad identificadas para todas las opciones a corto plazo, el estudio propone un enfoque gradual, que comenzaría con una etiqueta voluntaria a partir de 2025, cuando entre en vigor la divulgación en virtud de la CSRD, con la opción de ser una vía automática (pero no única), para el acceso de productos al artículo 8 del SFDR. A medio y largo plazo, teniendo en cuenta la experiencia del uso voluntario, la etiqueta podría transformarse en un requisito mínimo obligatorio y complementarse con una etiqueta voluntaria para los índices de referencia con mayores ambiciones de sostenibilidad; lo que facilitaría la divulgación de información en virtud del artículo 9 del SFDR.

6.5 Mejoras adicionales que también contribuirán a paliar el riesgo de *greenwashing*

Desde la perspectiva de un supervisor que ha de velar por la protección del inversor y por el correcto y eficiente funcionamiento de los mercados, una adecuada transparencia y una correcta formación de precios cobran especial relevancia, ya que lo contrario puede conducir a la pérdida de confianza por parte de los inversores en las finanzas sostenibles, a decisiones de asignación de capital contrarias a sus objetivos y a prácticas de *greenwashing*.

Para evitar o mitigar este riesgo, resulta necesaria una regulación completa sobre divulgación o transparencia; unos criterios interpretativos homogéneos por parte de las entidades que han de aplicarlos, y de las autoridades que han de supervisarlos, y unas prácticas de supervisión eficaces que desincentiven y corrijan las posibles prácticas inadecuadas que puedan detectarse.

65 Véase el apartado 5.2.3.5 *Self-Enhancing Benchmarks for Further Indicators* de su informe Platform on Sustainable Finance (2022).

66 European Commission (2022c).

Por lo tanto, e independientemente de los resultados de los trabajos en curso de las Autoridades Europeas de Supervisión, existen una serie de medidas cuya adopción contribuirá a reducir este riesgo, como avanzar en la implementación de la taxonomía y las normas armonizadas de divulgación y desarrollar una supervisión rigurosa sobre su cumplimiento.

Del mismo modo, impulsar y facilitar el uso de etiquetas, como las reguladas actualmente para los índices climáticos y las previstas en los planes de la Comisión Europea para fondos de inversión o bonos verdes, mejorará la confianza en los productos y servicios de inversión.

Se puede afirmar que el elemento más importante para abordar la sostenibilidad —para desincentivar conductas no adecuadas y para impulsar las inversiones sostenibles— es la transparencia, es decir, la provisión de información homogénea, fiable y de calidad; ya que solo con información los participantes en los mercados pueden identificar y cuantificar los riesgos, incorporarlos en los precios y en sus decisiones de inversión.

En la UE, la Directiva sobre Información no Financiera (NFRD) introdujo esta obligación para las grandes entidades de interés público con más de 500 empleados. El proyecto de CSRD, que revisa la NFRD, ampliará el alcance de la divulgación a todos los emisores de valores cotizados en mercados regulados (excepto las microempresas) y requerirá la revisión, por parte de un tercero, de la información (revisión que ya es obligatoria en España⁶⁷).

Para que la transparencia sea realmente eficaz, es preciso que sea fácilmente accesible y tratable. Para lograrlo, la Comisión Europea ha puesto en marcha un proyecto muy ambicioso y complejo para contar con un punto de acceso único europeo (*European Single Access Point* - ESAP⁶⁸). Este proyecto permitirá concentrar en una única plataforma, en formato digital, toda la información financiera y no financiera que publican las empresas cotizadas; las grandes compañías que proporcionan información sobre sostenibilidad (sean cotizadas o no); los bancos; las aseguradoras, los fondos de inversión y otras entidades de los mercados financieros. Esta plataforma se espera que pueda comenzar en una fase preliminar a partir de diciembre de 2025; y su implantación definitiva seguirá un proceso gradual hasta 2030. La información sobre sostenibilidad quedará integrada en la primera fase.

Para contar con información de calidad, es imprescindible que las calificaciones ASG sean fiables y comparables. Existe un nuevo mercado en crecimiento de proveedores de calificaciones ASG que proporcionan un dictamen sobre el perfil o las características de sostenibilidad de una empresa o instrumento financiero, la exposición a riesgos de sostenibilidad o el impacto en la sociedad o en el medioambiente. La Comisión Europea también ha puesto en marcha un proyecto para regular esta actividad, así como para garantizar que las agencias de calificación crediticia que

67 Los epígrafes 3.2.2. y 3.3.2 de Gómez-Yubero (2022) se refieren a las implicaciones de la regulación en materia de información sobre sostenibilidad de los emisores.

68 Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council establishing a European single access point providing centralised access to publicly available information of relevance to financial services, capital markets and sustainability.

evalúan la solvencia de una empresa o instrumento financiero incorporen los riesgos ASG pertinentes en las calificaciones crediticias.

La disciplina de transparencia también funciona en el ámbito del gobierno corporativo, por medio de la obligación de informar sobre el grado de seguimiento de las recomendaciones del Código de Buen Gobierno, para asegurar que se integran los factores ASG en la gestión diaria y que se fomente una visión de largo plazo. En España, en 2020, la CNMV actualizó el Código de Buen Gobierno para que, entre otras medidas, se reforzasen los elementos relacionados con la sostenibilidad⁶⁹.

La CNMV ha venido trabajando en un código de implicación de los inversores y gestores (lo que se conoce como código de *stewardship*) que se ha publicado recientemente⁷⁰. Este código persigue fomentar la orientación a largo plazo de los inversores y gestores, lo que ayudará también a promover este enfoque en las sociedades en las que inviertan.

Finalmente, la convergencia en la interpretación, aplicación y supervisión de las normas es esencial a nivel europeo. En este terreno, ESMA realiza una función fundamental para garantizar la eficacia de la transparencia y la convergencia en las prácticas de supervisión.

Sobre la base de su Estrategia sobre Finanzas Sostenibles, publicada en 2020⁷¹, ESMA ha adoptado una hoja de ruta⁷² para garantizar la aplicación coordinada de su mandato sobre sostenibilidad que contiene las prioridades y acciones concretas que pondrán en marcha durante el periodo 2022-2024 para lograr estos objetivos.

7 Conclusiones

Este trabajo analiza la eficacia de los índices que consideran o que persiguen objetivos ASG y, en particular, de los índices climáticos, en el cumplimiento de los objetivos para los que fueron creados, e identifica los obstáculos que pueden estar frenando su desarrollo.

Aunque los gestores de activos reconocen la utilidad de los índices y declaran usarlos cada vez más, nuestros resultados apuntan a que, a pesar del considerable crecimiento de las inversiones ASG y del interés cada vez mayor de los inversores, la utilización de índices ASG y, en particular, de los índices climáticos, regulados en la UE, es todavía limitada. Y esto sucede así, a pesar de que existe una oferta considerable de índices etiquetados como CTB y PAB.

De hecho, los gestores también reconocen que necesitan índices más especializados; con mejores métricas ASG; con más información sobre los datos ASG subyacentes

69 CNMV (2020).

70 CNMV (2023a).

71 ESMA (2020).

72 ESMA (2022a).

utilizados en los índices, con una mayor transparencia en la forma en que se compilan los índices y una mayor estandarización de métricas y métodos entre los proveedores.

Por el lado de las empresas, sí es posible relacionar mejoras en la asunción de compromisos de sostenibilidad creíbles y en la divulgación de información y métricas fiables con la pertenencia a los índices y la mejor valoración y rentabilidad esperada de las compañías que componen estos índices. El análisis también pone de manifiesto el impacto positivo que dichos índices han generado en la transparencia de las sociedades, a la vez que han reducido el riesgo de *greenwashing*.

La mejora de la regulación de los propios índices, la introducción de estándares de supervisión comunes y la definición de respuestas supervisoras efectivas para asegurar una divulgación ASG consistente y comparable por los administradores también contribuirá a la reducción de las prácticas, voluntarias o involuntarias, relacionadas con el blanqueo ASG.

Por otro lado, un análisis parece indicar que los índices CTB y PAB han ayudado a desplazar el capital hacia inversiones más sostenibles. Sin embargo, las inconsistencias entre los tres reglamentos —Taxonomía, SFDR y BMR— suponen una importante limitación para el uso de índices climáticos en productos sujetos a SFDR. Es preciso avanzar en la implementación de la taxonomía y de estándares de divulgación armonizados para que las obligaciones de transparencia de los índices sean congruentes con las de los proveedores de productos de inversión.

Por lo tanto, cabe concluir que, si bien los avances en los últimos años han sido notables en materia de regulación, especialmente en la UE (que se sitúa como jurisdicción líder en esta materia), todavía queda camino por recorrer para lograr que las herramientas disponibles para facilitar el acceso a la financiación de la transición sean realmente eficaces.

Mejoras en toda la cadena de valor de la inversión sostenible podrán lograr que los índices de referencia cumplan su papel de facilitadores de la inversión ASG, de impulso a que las empresas inicien la transición a la sostenibilidad y de que contribuyan a la reducción del riesgo de *greenwashing*, lo que ayudará a que el círculo virtuoso funcione eficazmente.

Referencias

Amundi ETF (2022). «Earnings at risk: What climate change means for equity returns». Asia Asset Management. 1 de septiembre.

BCE (2021). «Eurosysteem agrees on common stance for climate change-related sustainable investments in non-monetary policy portfolios». Nota de prensa. 4 de febrero.

BCE (2022). *Annual Report 2021*. Abril.

Banco de Francia (2022). *2021 Responsible investment report*. 28 de abril.

BME (2021a). «BME lanza el IBEX Gender Equality Index para promover la igualdad de género». Nota de prensa. 30 de noviembre.

BME (2021b). «Revisión extraordinaria del Índice IBEX Gender Equality». 27 de diciembre.

BME (2022a). *Normas Técnicas para la Composición y Cálculo de los Índices IBEX y Estrategia sobre Acciones*, pág. 52. Abril.

BME (2022b). «El Íbex Gender Equality Index incorpora a 17 nuevas empresas y cuenta ya con 45 componentes». Nota de prensa. 9 de junio.

BME (2022c). *Informe de Mercado 2022*. Diciembre.

Carbone, S., Giuzio, M., Kapadia, S., Krämer, J.S., Nyholm, K. y Vozian, K. (2021). *The low-carbon transition, climate commitments and firm credit risk*. BCE Working Paper Series n.º 2631. 21 de diciembre.

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

CNMV (2020). *Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas*. Revisado en junio 2020.

CNMV (2023a). *Código de buenas prácticas de inversores institucionales, gestores de activos y asesores de voto en relación con sus deberes respecto de los activos conferidos o los servicios prestados («Código de buenas prácticas de inversores»)*. 22 de febrero.

CNMV (2023b). *Líneas estratégicas de la CNMV 2023-2024. Plan de actividades 2023*. 23 de febrero.

CNMV (2023c). *Emisores de valores españoles y su relación con el cambio climático*. CNMV. Documento de trabajo n.º 82.

EBA, ESMA y EIOPA (2022). *ESAs Call for evidence on better understanding greenwashing*. 15 de noviembre.

EBA, ESMA y EIOPA (2023). *Joint Consultation Paper Review of SFDR Delegated Regulation regarding PAI and financial product disclosures*. 12 de abril.

EFAMA (2022). *Asset Management in Europe*. 14 de diciembre.

ESMA (2020). *Strategy on Sustainable Finance*. 6 de febrero.

ESMA (2022a). *Sustainable Finance Roadmap 2022- 2024*. 10 de febrero.

ESMA (2022b). *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*. N.º 2. 1 de septiembre.

ESMA (2022c). *EU Ecolabel: Calibrating green criteria for retail funds*. TRV Risk Analysis. 21 de diciembre.

Euronext (2023). «Euronext launches CAC SBT 1.5° Index». Nota de prensa. 12 de enero.

European Commission (2022a). «Targeted consultation on the functioning of the ESG ratings market in the European Union and on the consideration of ESG factors in credit ratings. Consultation document». 4 de abril.

European Commission (2022b). «Consultation document. Targeted consultation on the regime applicable to the use of benchmarks administered in a third country». 20 de mayo.

European Commission (2022c). *Study on the feasibility, minimum standards and transparency requirements of an EU ESG Benchmark. Final Report*. Diciembre.

EU TEG (2019a). *Final Report on Climate Benchmarks and Benchmarks' ESG Disclosures*. 30 de septiembre.

EU TEG (2019b). *Handbook of Climate Transition Benchmarks, Paris-Aligned Benchmark and Benchmarks' ESG Disclosures*. 20 de diciembre.

Gómez-Yubero, M.J. y Gullón, B. (2021). «Índices de referencia climáticos y de sostenibilidad y su contribución al cumplimiento de los Objetivos de Desarrollo Sostenible». *Boletín de la CNMV*, Trimestre III, pp. 121-159.

Gómez-Yubero, M.J. (2022). «Integración del seguimiento del riesgo climático en la supervisión prudencial, de conducta y macroprudencial de la CNMV». *Boletín de la CNMV*, Trimestre I, pp. 101-137.

Index Industry Association (2022a). *2022 ESG Survey Report*. 28 de julio.

Index Industry Association (2022b). «Sixth Annual Index Industry Association Benchmark Survey Reveals Continuing Record Breaking ESG Growth, Multi-Asset Expansion by Index Providers Globally». 1 de noviembre.

IOSCO (2022). «Good sustainable finance practices for financial markets voluntary standard setting bodies and industry associations. Call for action». 7 de noviembre.

McKinsey & Company (2022). «ESG Investing: Short-Term Shocks Will Not Derail a Secular Mega-Trend in Asset Management», en EFAMA (2022). *Asset Management in Europe*. 14 de diciembre.

Morningstar (2022). «SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q3 2022 in Review». 27 de octubre.

Observatorio Inverco (2022). «Visión de los partícipes sobre los fondos de inversión y sus gestoras». VI Edición. 3 de noviembre.

PIMCO (2021). «Mid-Cycle Investing: Time to Get Selective». 14 de julio.

Platform on Sustainable Finance (2022). *Platform Recommendations on Data and Usability*. 12 de octubre.

Redding, R. (2022). «ESG Fixed-Income Exposure: Index Providers Respond to Asset Manager Demand». CFA Institute. *Enterprising Investor*. 30 de noviembre.

III Anexo legislativo

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

Normativa nacional

- **Ley 6/2023, de 17 de marzo**, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión.

La presente ley se presenta como la nueva *ley marco* de los mercados de valores, en sustitución del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, sucesor a su vez de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Tiene por objeto la regulación del mercado de valores y los servicios y actividades de inversión en España, y se refiere, entre otras materias: a la emisión y oferta de instrumentos financieros; a los centros de negociación y sistemas de registro, compensación y liquidación de instrumentos financieros; al régimen de autorización, condiciones de funcionamiento y régimen prudencial de las empresas de servicios de inversión; a la prestación de servicios y actividades de inversión en España por parte de empresas de terceros países; a la autorización y funcionamiento de los proveedores de servicios de suministro de datos, y al régimen de supervisión, inspección y sanción a cargo de la CNMV.

Por un lado, mediante esta ley se trasponen diversas directivas de la Unión Europea y, por otro lado, era indispensable depurar de la Ley del Mercado de Valores aquellos preceptos que venían regulando materias que han pasado, con posterioridad, a estar reguladas por reglamentos europeos de directa aplicación, como por ejemplo el régimen jurídico de los depositarios centrales de valores o el de los proveedores de servicios de suministro de datos.

Esta ley entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*. El artículo 63 entrará en vigor a los 6 meses de la publicación de esta ley en el *Boletín Oficial del Estado*. Los artículos 307 y 323 entrarán en vigor cuando lo haga el Reglamento (UE) del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los mercados de criptoactivos y por el que se modifica la Directiva (UE) 2019/1937. Hasta que se dicten las normas reglamentarias de desarrollo de la presente ley, se mantendrán en vigor las normas vigentes sobre los mercados de valores y los servicios de inversión, en tanto no se opongan a lo establecido en esta ley.

Se destaca lo siguiente:

- Se mejora su técnica normativa y sistemática. La presente ley lleva a cabo un importante esfuerzo de simplificación y reordenación de las materias reguladas a nivel legal. Así, y siguiendo las observaciones realizadas por el Consejo de Estado en diversos dictámenes, pretende regular, con rango de ley, únicamente los caracteres esenciales de los mercados de valores, las obligaciones y derechos básicos de sus agentes y de la clientela financiera, y el régimen de supervisión y sanción a cargo de la CNMV.

- Aborda reformas con la finalidad de mejorar la competitividad de los mercados de valores españoles y reforzar la protección del inversor minorista.
- Se traspone la directiva que acompaña al Reglamento referido al régimen temporal para las infraestructuras del mercado basadas en tecnología de registros distribuidos (TRD).
- Se eliminan requisitos superfluos y redundantes para la admisión a negociación de valores de renta fija.
- Se ajustan las obligaciones de información de los participantes en las infraestructuras de poscontratación españolas, eliminando procedimientos y obligaciones de información que resultan ya innecesarios debido a la implementación de reglamentos europeos de directa aplicación. Se suprime la obligación del depositario central de valores de contar con un sistema de información para la supervisión de la negociación, compensación, liquidación y registro de valores, que se estableció en cumplimiento de las disposiciones legales y reglamentarias incorporadas en 2015.
- Se extiende a los sistemas multilaterales de negociación la regulación aplicable a los mercados regulados en materia de ofertas públicas de adquisición. Los sistemas multilaterales de negociación estarán también sujetos a las normas relativas a la exclusión voluntaria de negociación de un instrumento financiero, que hasta ahora solo regían en los mercados regulados.
- Se incorporan medidas para reforzar la protección de los inversores frente a las empresas que ofrecen servicios de inversión sin contar con la debida autorización por parte de la CNMV. La digitalización de la sociedad y el incremento de la utilización de las redes sociales y los medios de comunicación digitales como vías de acceso a la información, también de carácter financiero, hacen necesario reforzar las competencias de supervisión en materia de publicidad de las entidades que ofrecen sus servicios sin contar con la debida autorización, de cara a evitar el fraude financiero.
- Se desarrolla el régimen de las sociedades cotizadas con propósito para la adquisición (SPAC). Una SPAC consiste en la constitución de una sociedad cotizada que capta inversiones y cuyo objeto social exclusivo es la identificación de una empresa, generalmente no cotizada y con alto potencial de crecimiento, en un plazo de tiempo determinado y a la que finalmente adquiere. Se trata, por tanto, de un mecanismo alternativo a la salida a bolsa tradicional, especialmente interesante para empresas en desarrollo, ya que favorece la diversificación de las fuentes de financiación. La creación de SPAC podría así fomentar la bursatilización de nuestra economía y, en consecuencia, reducir la dependencia del crédito bancario permitiendo que las empresas tengan a su disposición fuentes de financiación alternativas.
- Con el objeto de reforzar la seguridad jurídica de este instrumento, se prevén especificidades para las SPAC en materia de ofertas públicas de adquisición, causas legales de separación y régimen de autocartera y en

relación con los requisitos aplicables a las adquisiciones onerosas. Asimismo, se precisa que las SPAC contarán con un plazo de 36 meses para formular una propuesta de adquisición, que podrá ampliarse en 18 meses adicionales si así lo aprueba la junta general de accionistas. Finalmente, se introduce la facultad de la CNMV de exigir folleto en caso de que, en el momento de la fusión con la empresa objetivo, la operación estuviese exceptuada de publicarlo de conformidad con el Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017.

- Se mejora y simplifica el régimen sancionador de los sujetos que intervienen en los mercados de valores: las infracciones y sanciones son tipificadas, en todos sus grados, en un único artículo para cada tipo de conducta infractora. Esta nueva sistemática no solo reduce considerablemente la extensión del régimen sancionador, sino que mitiga de forma significativa el riesgo de errores en futuras modificaciones legales y ayuda a un mejor conocimiento por parte de sus destinatarios de las conductas prohibidas y sus consecuencias. Asimismo, se ha optado en esta nueva ley por agrupar las diversas infracciones y sanciones en función del reglamento de la Unión Europea del que proceden, lo cual ayudará a identificar mejor cuáles son las conductas prohibidas por cada uno de esos reglamentos de la Unión Europea y las sanciones que podrían aplicarse.

Comisión Nacional del Mercado de Valores

- **Acuerdo de 22 de diciembre de 2022**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre delegación de competencias.
- **Corrección de errores del Acuerdo de 22 de diciembre de 2022**, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre delegación de competencias.

Otros

- **Orden ETD/37/2023, de 17 de enero**, por la que se dispone la creación de Deuda del Estado durante el año 2023 y enero de 2024.
- **Circular 1/2023, de 24 de febrero**, del Banco de España, a entidades de crédito, sucursales en España de entidades de crédito autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea y establecimientos financieros de crédito, sobre la información que se ha de remitir al Banco de España sobre los bonos garantizados y otros instrumentos de movilización de préstamos, y por la que se modifican la Circular 4/2017, de 27 de noviembre, a entidades de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros, y la Circular 4/2019, de 26 de noviembre, a establecimientos financieros de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros.

- **Resolución de 7 de marzo de 2023**, de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, de modificación de la de 25 de enero de 2008, de aprobación de las cláusulas generales aplicables al Servicio de Liquidación de Depósitos Interbancarios.

Se incluyen modificaciones en las cláusulas generales aplicables al Servicio de Liquidación de Depósitos Interbancarios, aprobadas mediante Resolución de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, de 25 de enero de 2008, como consecuencia de la finalización del proyecto de consolidación T2-T2S, TARGET-Banco de España —el sistema de pago español integrante del sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real de nueva generación (TARGET) gestionado por el Banco de España—, que entrará en funcionamiento el 20 de marzo de 2023, fecha en la que reemplazará y sucederá legalmente a TARGET2-Banco de España. Con la entrada en funcionamiento de TARGET, se producirán cambios en las cuentas en las que se liquidan las operaciones registradas en dicho servicio: estas liquidaciones, que en TARGET2 se realizaban en cuentas del módulo de pagos, con la entrada en funcionamiento de TARGET pasarán a realizarse en las nuevas cuentas dedicadas de efectivo para la liquidación bruta en tiempo real de grandes pagos.

European Securities Markets Authority (ESMA) / European Banking Authority (EBA)

- **Directrices sobre el ejercicio de recopilación de información relativa a personas de con alta remuneración en virtud de la Directiva 2013/36/UE y la Directiva (UE) 2019/2034**. (30/06/2022). European Banking Authority (EBA).
- **Directrices sobre formularios, formatos y plantillas estándar para solicitar permiso para operar una infraestructura de mercado basada en la TRD** (08/03/2023). European Securities Markets Authority (ESMA).
- **Directrices sobre los escenarios utilizados para las pruebas de resistencia en virtud del artículo 28 del Reglamento sobre fondos del mercado monetario** (21/03/2018). European Securities Market Authority (ESMA).
- **Directrices sobre la transferibilidad para complementar la evaluación de la resolubilidad para las estrategias de transferencia** (26/09/2022). European Banking Authority (EBA).

Normativa europea (por orden de publicación en el DOUE)

- **Reglamento Delegado (UE) 2023/363 de la Comisión**, de 31 de octubre de 2022, por el que se modifican y corrigen las normas técnicas de regulación establecidas en el Reglamento Delegado (UE) 2022/1288 en lo que respecta al contenido y la presentación de la información en relación con la divulgación de

información en los documentos precontractuales y los informes periódicos relativos a los productos financieros que invierten en actividades económicas medioambientalmente sostenibles.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 50 de 17/02/2023, pp. 3-27.

- **Reglamento Delegado (UE) 2023/450 de la Comisión**, de 25 de noviembre de 2022, por el que se completa el Reglamento (UE) 2021/23 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación por las que se especifica el orden en que las ECC deben pagar la indemnización a que se refiere el artículo 20, apartado 1, del Reglamento (UE) 2021/23, el número máximo de años durante el cual las ECC deben usar una proporción de sus beneficios anuales para efectuar esos pagos a los poseedores de instrumentos que reconozcan un crédito sobre sus beneficios futuros y la proporción máxima de dichos beneficios que debe usarse para efectuar esos pagos.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 67 de 06/03/2023, pp. 5-6.

- **Reglamento Delegado (UE) 2023/451 de la Comisión**, de 25 de noviembre de 2022, por el que se especifican los factores que han de ser tenidos en consideración por la autoridad competente y el colegio de supervisores al evaluar el plan de recuperación de las entidades de contrapartida central.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 67 de 06/03/2023, pp. 7-16.

- **Reglamento Delegado (UE) 2023/511 de la Comisión**, de 24 de noviembre de 2022, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación para el cálculo de las exposiciones ponderadas por riesgo de los organismos de inversión colectiva con arreglo al enfoque basado en el mandato.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 71 de 09/03/2023, pp. 1-3.

IV Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emisiones y OPV¹

CUADRO 1.1

	2020	2021	2022	2022				2023
				I	II	III	IV	I
NÚMERO DE EMISORES								
Total	28	34	29	9	10	9	12	6
Ampliaciones de capital	28	33	29	9	10	9	12	6
Ofertas públicas de suscripción de valores	1	1	1	0	0	1	0	0
Ampliaciones de capital liberadas	12	14	12	4	5	4	3	3
De las cuales dividendo elección	10	10	11	4	5	4	2	3
Ampliaciones de capital por conversión	2	4	4	0	1	1	3	2
De contrapartida no monetaria	1	4	3	1	0	0	2	1
Con derecho de suscripción preferente	5	4	2	0	2	0	0	0
Sin negociación de derechos de suscripción	9	12	10	5	3	3	5	1
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0	1	0	0	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	40	52	56	10	12	9	25	9
Ampliaciones de capital	40	51	56	10	12	9	25	9
Ofertas públicas de suscripción de valores	1	1	1	0	0	1	0	0
Ampliaciones de capital liberadas	17	20	16	4	5	4	3	3
De las cuales dividendo elección	15	16	15	4	5	4	2	3
Ampliaciones de capital por conversión	2	4	14	0	1	1	12	4
De contrapartida no monetaria	2	5	5	1	0	0	4	1
Con derecho de suscripción preferente	5	4	2	0	2	0	0	0
Sin negociación de derechos de suscripción	13	17	18	5	4	3	6	1
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0	1	0	0	0	0	0	0
IMPORTE EFECTIVO (millones de euros)								
Total	15.098,0	21.351,6	6.777,9	1.818,2	1.134,4	1.923,1	1.902,1	1.039,5
Ampliaciones de capital	15.098,0	19.151,3	6.777,9	1.818,2	1.134,4	1.923,1	1.902,1	1.039,5
Ofertas públicas de suscripción de valores	150,1	100,0	200,0	0,0	0,0	200,0	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	6.194,9	5.478,1	3.591,5	872,1	780,3	1.610,8	328,3	1.025,6
De las cuales dividendo elección	6.193,1	5.451,8	3.590,0	872,1	780,3	1.610,8	326,8	1.025,6
Ampliaciones de capital por conversión	162,4	109,5	81,6	0,0	3,1	2,0	76,5	12,0
De contrapartida no monetaria ²	233,0	3.525,3	1.381,2	17,4	0,0	0,0	1.363,8	1,9
Con derecho de suscripción preferente	6.837,2	7.060,4	254,2	0,0	254,2	0,0	0,0	0,0
Sin negociación de derechos de suscripción	1.520,3	2.878,1	1.269,4	928,7	96,8	110,3	133,6	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0,0	2.200,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	1.282,1	5.021,7	530,2	131,9	174,3	116,5	107,5	85,8
Ampliaciones de capital	1.282,1	4.939,4	530,2	131,9	174,3	116,5	107,5	85,8
Ofertas públicas de suscripción de valores	7,8	5,4	0,8	0,0	0,0	0,8	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	799,6	796,2	334,4	68,3	149,6	111,5	4,9	77,6
De las cuales dividendo elección	797,8	770,0	332,9	68,3	149,6	111,5	3,4	77,6
Ampliaciones de capital por conversión	1,7	46,3	6,5	0,0	0,0	0,1	6,4	8,1
De contrapartida no monetaria	68,0	3.289,0	19,3	8,7	0,0	0,0	10,6	0,0
Con derecho de suscripción preferente	370,9	98,7	22,9	0,0	22,9	0,0	0,0	0,0
Sin negociación de derechos de suscripción	34,2	703,7	146,3	54,9	1,7	4,1	85,6	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0,0	82,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria: operaciones en BME Growth³								
Número de emisores	9	45	41	13	13	19	13	10
Número de emisiones	14	77	88	14	26	30	18	27
Importe efectivo (millones de euros)	238,5	2.440,8	2.329,5	346,9	615,2	643,0	724,3	83,9
Ampliaciones de capital	238,5	2.440,8	2.329,5	346,9	615,2	643,0	724,3	83,9
De ellas, mediante OPS	173,5	1.654,2	1.487,2	216,5	190,7	399,3	680,7	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

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

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

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

Sociedades admitidas a cotización¹

CUADRO 1.2

	2020	2021	2022	2022				2023
				I	II	III	IV	I
Mercado continuo (MC). Total ²	126	123	121	123	121	121	121	121
Empresas extranjeras	7	6	6	6	6	6	6	6
Segundo mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Madrid	0	0	0	0	0	0	0	0
Barcelona	0	0	0	0	0	0	0	0
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	0	0	0	0	0	0	0	0
Corros	11	10	9	9	9	9	9	9
Madrid	3	3	3	3	3	3	3	3
Barcelona	6	6	6	6	6	6	6	6
Bilbao	2	2	2	2	2	2	2	2
Valencia	2	1	0	0	0	0	0	0
BME MTF Equity ³	2.580	2.432	1.349	2.402	2.350	2.093	1.349	819
Latibex	19	19	19	18	19	19	19	20

1 Datos al final del periodo.

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

3 Antes MAB.

Capitalización¹

CUADRO 1.3

Millones de euros

	2020	2021	2022	2022				2023
				I	II	III	IV	I
Mercado continuo (MC). Total ²	690.101,6	781.805,4	724.476,0	749.196,8	706.766,8	645.678,0	724.476,0	791.476,3
Empresas extranjeras ³	113.478,9	147.214,3	141.178,4	143.841,7	121.487,2	115.485,5	141.178,4	155.953,6
Ibex 35	424.167,3	475.870,0	438.222,8	460.787,9	432.155,2	391.213,3	438.222,8	488.225,9
Segundo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros	1.053,6	1.319,3	1.227,9	1.222,1	1.118,0	1.153,2	1.227,9	1.305,4
Madrid	30,9	23,1	32,8	24,2	25,8	37,5	32,8	36,5
Barcelona	956,0	1.258,7	14,7	1.202,9	1.097,1	1.122,2	1.201,5	1.275,4
Bilbao	20,6	19,2	0,0	16,2	16,2	14,7	0,0	14,7
Valencia	76,0	45,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BME MTF Equity ⁴	43.595,5	48.656,9	39.070,4	47.115,3	45.612,4	41.877,1	39.070,4	36.209,6
Latibex	128,7	144,3	228,5	281,9	187,1	203,4	228,5	239,3

1 Datos al final del periodo.

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

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

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

Contratación efectiva

CUADRO 1.4

Millones de euros

	2020	2021	2022	2022				2023
				I	II	III	IV	I
Mercado continuo (MC). Total ¹	422.786,4	372.972,8	356.572,7	108.728,0	100.601,9	68.491,7	78.751,1	88.218,7
Empresas extranjeras	4.273,8	4.343,6	4.770,9	2.167,5	1.268,4	660,4	674,6	885,9
Segundo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros	2,5	7,4	8,3	2,5	2,9	0,8	2,0	1,0
Madrid	0,1	0,1	0,6	0,4	0,1	0,1	0,0	0,0
Barcelona	2,4	7,4	7,7	2,1	2,9	0,8	2,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BME MTF Equity ²	3.929,0	3.559,2	3.837,3	932,7	984,9	759,0	1.160,7	996,8
Latibex	79,5	48,9	93,4	29,4	15,4	21,5	27,2	28,9

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

2 Antes MAB.

Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación¹

CUADRO 1.5

Millones de euros

	2020	2021	2022	2022				2023
				I	II	III	IV	I
En sesión	405.120,5	355.841,2	342.364,3	106.941,7	95.453,0	66.656,5	73.313,2	86.581,5
Órdenes	278.516,1	237.430,5	247.439,8	77.695,7	64.453,9	52.307,0	52.983,3	65.236,4
Aplicaciones	42.666,5	40.006,0	35.058,8	10.938,1	9.408,9	6.932,9	7.779,0	8.951,4
Bloques	83.938,0	78.404,7	59.865,7	18.308,0	21.590,2	7.416,7	12.550,9	12.393,7
Fuera de hora	4.174,3	4.890,0	3.873,0	964,2	1.772,6	343,2	792,9	807,9
Autorizadas	2.001,4	1.213,3	867,1	80,3	464,6	212,8	109,4	84,6
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opas	5.250,9	5.306,1	5.125,0	0,0	1.787,8	184,2	3.153,1	0,0
OPV	967,8	1.723,2	467,5	75,0	172,5	220,0	0,0	0,0
Toma de razón	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ejercicio de opciones	3.369,1	2.787,7	2.458,4	327,2	599,7	551,1	980,4	442,1
Operaciones de cobertura	1.902,4	1.211,5	1.417,5	339,5	351,9	323,9	402,2	306,6

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

1.2 Renta fija

Emisiones brutas registradas en la CNMV

CUADRO 1.6

	2020	2021	2022	2022				2023
				I	II	III	IV	I
NÚMERO DE EMISORES								
Total	47	34	29	13	10	7	11	23
Cédulas hipotecarias	14	7	8	6	3	1	2	6
Cédulas territoriales	3	3	3	3	0	1	0	1
Bonos y obligaciones no convertibles	11	10	7	3	3	4	3	5
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	3	2	1	2	0	1	1
Bonos de titulización	15	12	11	4	2	2	4	3
Pagarés de empresa	8	7	7	5	5	6	6	7
De titulización	0	0	0	0	0	0	0	0
Resto de pagarés	8	7	7	5	5	6	6	7
Otras emisiones de renta fija	2	1	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	2	3	0	0	0	0	0	2
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	656	611	985	140	112	203	530	1.043
Cédulas hipotecarias	26	16	21	8	4	5	4	10
Cédulas territoriales	6	3	4	3	0	1	0	1
Bonos y obligaciones no convertibles	143	81	45	4	10	8	23	11
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	4	4	1	2	0	1	1
Bonos de titulización	52	41	53	11	13	15	14	15
Pagarés de empresa ¹	423	455	858	113	83	174	488	1.003
De titulización	0	0	0	0	0	0	0	0
Resto de pagarés	423	455	858	113	83	174	488	1.003
Otras emisiones de renta fija	4	1	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	2	3	0	0	0	0	0	2
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	132.120,7	101.170,7	124.391,4	42.857,7	17.204,1	24.694,5	39.635,2	38.035,9
Cédulas hipotecarias	22.960,0	28.700,0	31.350,0	14.300,0	7.000,0	6.000,0	4.050,0	12.130,2
Cédulas territoriales	9.150,0	5.500,0	3.540,0	3.040,0	0,0	500,0	0,0	750,0
Bonos y obligaciones no convertibles	33.412,5	24.756,7	27.532,2	4.371,8	549,5	547,4	22.063,5	9.678,3
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0,0	1.210,0	1.800,0	300,0	1.000,0	0,0	500,0	130,0
Bonos de titulización	36.281,0	18.375,7	20.644,7	14.021,8	1.911,4	1.359,1	3.352,4	3.800,5
Pagarés de empresa ¹	22.257,7	20.157,1	39.524,5	6.824,1	6.743,2	16.288,0	9.669,3	10.446,9
De titulización	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto de pagarés	22.257,7	20.157,1	39.524,5	6.824,1	6.743,2	16.288,0	9.669,3	10.446,9
Otras emisiones de renta fija	6.266,2	823,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	1.750,0	1.625,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1.100,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	14.312,1	4.599,5	2.326,3	951,3	745,2	345,1	284,7	1.651,0
Emisiones aseguradas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 El número de emisores, emisiones e importe nominal de los pagarés se calcula a partir de los pagarés de empresa o pagarés de titulización de activos admitidos a negociación en el mercado AIAF.

Admisión al mercado AIAF¹

CUADRO 1.7

Importes nominales en millones de euros

	2020	2021	2022	2022				2023
				I	II	III	IV	I
Total	119.230,2	113.205,9	136.273,0	40.160,8	30.703,6	23.469,8	41.938,9	38.501,6
Pagarés	22.293,8	20.190,1	39.334,4	5.272,3	8.029,1	13.566,4	12.466,6	10.446,9
Bonos y obligaciones	20.407,1	37.664,0	40.403,9	15.926,6	1.363,1	1.044,3	22.069,9	9.804,2
Cédulas hipotecarias	23.058,3	29.020,0	31.350,0	14.300,0	7.000,0	6.000,0	4.050,0	12.600,0
Cédulas territoriales	9.150,0	5.500,0	4.540,0	3.040,0	0,0	1.500,0	0,0	750,0
Bonos de titulización	36.281,0	18.375,7	20.644,7	1.621,8	14.311,4	1.359,1	3.352,4	3.800,5
Participaciones preferentes	1.750,0	1.625,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1.100,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras emisiones de renta fija	6.290,1	831,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Solo incluye renta fija privada.

	2020	2021	2022	2022				2023
				I	II	III	IV	I
NÚMERO DE EMISORES								
Total	321	292	272	284	278	275	272	270
Renta fija privada	289	257	236	248	241	238	236	234
Pagarés	8	40	6	6	6	5	6	7
Bonos y obligaciones	41	39	31	35	31	32	31	32
Cédulas hipotecarias	29	27	23	27	26	25	23	23
Cédulas territoriales	8	6	4	5	4	4	4	5
Bonos de titulación	222	198	187	192	190	187	187	183
Participaciones preferentes	5	5	5	5	5	5	5	5
Bonos matador	5	3	3	3	3	3	3	3
Deuda pública	32	35	36	36	37	37	36	36
Letras del Tesoro	1	1	1	1	1	1	1	1
Bonos y obligaciones del Estado	1	1	1	1	1	1	1	1
Deuda autonómica	13	13	13	13	13	13	13	13
Deuda pública extranjera	10	13	13	13	13	13	13	13
Otra deuda pública	8	8	9	9	10	10	9	9
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	2.610	2.451	2.353	2.415	2.391	2.337	2.353	2.332
Renta fija privada	1.655	1.465	1.370	1.401	1.375	1.334	1.370	1.338
Pagarés	53	54	121	45	53	49	121	126
Bonos y obligaciones	589	481	367	440	411	380	367	334
Cédulas hipotecarias	200	183	156	181	177	174	156	156
Cédulas territoriales	22	18	13	19	17	14	13	13
Bonos de titulación	777	715	699	702	703	703	699	693
Participaciones preferentes	9	11	11	11	11	11	11	13
Bonos matador	5	3	3	3	3	3	3	3
Deuda pública	955	986	983	1.014	1.016	1.003	983	994
Letras del Tesoro	12	12	12	12	12	12	12	12
Bonos y obligaciones del Estado	231	233	232	236	235	234	232	232
Deuda autonómica	167	171	155	170	167	165	155	158
Deuda pública extranjera	533	558	560	572	574	564	560	565
Otra deuda pública	12	12	24	24	28	28	24	27
SALDO VIVO¹ (millones de euros)								
Total	6.297.532,5	6.261.335,6	6.036.311,1	6.311.600,3	6.191.763,7	6.099.991,9	6.036.311,1	9.452.238,5
Renta fija privada	464.170,7	456.613,9	384.144,5	419.260,8	421.386,1	409.648,5	384.144,5	383.888,8
Pagarés	4.812,4	5.688,6	8.715,2	5.092,2	5.278,4	4.833,2	8.715,2	8.363,9
Bonos y obligaciones	53.696,1	68.584,8	37.838,3	39.352,9	36.685,9	37.359,7	37.838,3	42.406,7
Cédulas hipotecarias	199.054,1	199.681,7	175.698,3	206.148,4	202.387,6	200.556,4	175.698,3	174.231,5
Cédulas territoriales	18.262,3	17.544,0	12.585,0	19.694,0	19.220,0	14.585,0	12.585,0	13.240,0
Bonos de titulación	181.341,0	156.695,2	140.888,0	140.553,8	149.394,6	143.894,7	140.888,0	136.127,1
Participaciones preferentes	6.690,0	8.225,0	8.225,0	8.225,0	8.225,0	8.225,0	8.225,0	9.325,0
Bonos matador	314,8	194,6	194,6	194,6	194,6	194,6	194,6	194,6
Deuda pública	5.833.361,8	5.804.721,7	5.652.166,6	5.892.339,5	5.770.377,7	5.695.638,7	5.652.166,6	9.068.349,7
Letras del Tesoro	79.765,7	79.409,6	74.881,0	79.174,4	76.799,5	76.859,5	74.881,0	72.577,0
Bonos y obligaciones del Estado	1.026.625,5	1.094.574,1	1.184.497,3	1.156.820,9	1.145.533,0	1.177.934,7	1.184.497,3	1.221.927,2
Deuda autonómica	32.775,5	36.131,2	35.109,3	36.099,7	36.134,3	40.889,9	35.109,3	37.120,9
Deuda pública extranjera	4.692.674,9	4.592.786,5	4.339.951,8	4.579.819,9	4.470.006,7	4.359.064,7	4.339.951,8	7.698.245,0
Otra deuda pública	1.520,2	1.820,2	17.727,1	40.424,6	41.904,1	40.889,9	17.727,1	38.479,6

1 Importes nominales.

AIAF. Contratación

CUADRO 1.9

Importes nominales en millones de euros

	2020	2021	2022	2022				2023
				I	II	III	IV	I
POR TIPO DE ACTIVO								
Total	140.509,4	47.659,3	18.782,9	5.178,6	6.219,2	3.222,3	4.162,8	6.036,6
Renta fija privada	170,2	174,3	106,7	32,1	30,9	18,4	25,4	28,7
Pagarés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones	169,4	174,3	105,8	32,1	30,9	18,4	24,5	27,0
Cédulas hipotecarias	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7
Cédulas territoriales	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulación	0,0	0,0	0,9	0,0	0,0	0,0	0,9	0,0
Participaciones preferentes	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda pública	140.339,2	47.485,0	18.676,2	5.146,5	6.188,3	3.203,9	4.137,5	6.007,9
Letras del Tesoro	27.975,5	5.186,3	730,3	50,0	305,0	170,3	204,9	211,5
Bonos y obligaciones del Estado	83.478,8	21.997,4	5.623,7	1.996,3	2.238,3	501,4	887,6	1.967,5
Deuda autonómica	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda pública extranjera	28.884,9	20.301,3	12.322,3	3.100,2	3.645,0	2.532,1	3.044,9	3.828,9
Otra deuda pública	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
POR TIPO DE OPERACIÓN								
Total	140.509,4	47.659,3	18.782,9	5.178,6	6.219,2	3.222,3	4.162,8	6.036,6
Simple	140.509,4	47.659,3	18.782,9	5.178,6	6.219,2	3.222,3	4.162,8	6.036,6
Repo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Simultánea	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador

CUADRO 1.10

Importes nominales en millones de euros

	2020	2021	2022	2022				2022
				I	II	III	IV	I
Total	140.495,9	47.564,1	18.771,9	5.175,5	6.214,1	3.219,9	4.162,4	6.035,5
Sociedades no financieras	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras	140.495,9	47.564,1	18.771,9	5.175,5	6.214,1	3.219,9	4.162,4	6.035,5
Entidades de crédito	176,6	278,3	92,6	23,0	25,4	18,0	26,2	54,2
IIC, seguros y fondos de pensiones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras entidades financieras	140.319,3	47.285,8	18.679,3	5.152,5	6.188,7	3.201,9	4.136,2	5.981,3
Administraciones públicas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Hogares e ISFLSH ¹	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto del mundo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

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

Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.11

	2020	2021	2022	2022				2023
				I	II	III	IV	I
NÚMERO DE EMISORES								
Total	11	10	8	10	10	10	8	8
Emisores privados	4	4	4	4	4	4	4	4
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	4	4	4	4	4	4	4	4
Administraciones públicas ¹	7	6	4	6	6	6	4	4
Comunidades autónomas	2	2	2	2	2	2	2	2
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	44	49	40	48	45	43	40	39
Emisores privados	11	11	11	11	11	11	11	11
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	11	11	11	11	11	11	11	11
Administraciones públicas ¹	33	38	29	37	34	32	29	28
Comunidades autónomas	18	26	24	26	25	25	24	24
SALDO VIVO² (millones de euros)								
Total	6.158,4	8.399,3	7.717,5	8.397,0	8.206,2	7.886,8	7.717,5	7.685,8
Emisores privados	366,3	319,4	273,3	307,9	297,3	283,4	273,3	256,6
Sociedades no financieras	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras privadas	366,3	319,4	273,3	307,9	297,3	283,4	273,3	256,6
Administraciones públicas ¹	5.792,2	8.079,9	7.444,2	8.089,1	7.908,8	7.603,3	7.444,2	7.429,3
Comunidades autónomas	5.179,3	7.549,3	7.338,6	7.549,3	7.398,6	7.398,6	7.338,6	7.338,6

1 No incluye deuda anotada.

2 Importes nominales.

SENAF. Contratación de deuda pública por modalidad

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros

	2020	2021	2022	2022				2023
				I	II	III	IV	I
Total	120.706,0	174.959,0	100.432,0	28.045,0	26.974,0	20.829,0	24.584,0	47.188,0
Simples	120.706,0	174.959,0	100.432,0	28.045,0	26.974,0	20.829,0	24.584,0	47.188,0
Simultáneas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras operaciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1.3 Derivados y otros productos

1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

Negociación en MEFF

CUADRO 1.13

Número de contratos

	2020	2021	2022	2022				2023
				I	II	III	IV	I
Sobre deuda	0	0	0	0	0	0	0	0
Futuro sobre bono nocional ¹	0	0	0	0	0	0	0	0
Sobre Ibex 35 ^{2,3}	6.395.357	5.547.599	5.693.086	1.664.446	1.375.678	1.303.319	1.349.644	1.264.832
Futuro sobre Ibex 35 plus	5.905.782	5.260.568	5.445.516	1.587.224	1.314.389	1.258.725	1.285.178	1.219.196
Futuro mini sobre Ibex 35	154.351	92.657	93.450	33.042	23.030	20.341	17.037	16.595
Futuro micro sobre Ibex 35	0	0	0	0	0	0	0	0
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	91.571	45.450	19.708	4.320	1.240	1.650	12.498	5.015
Futuro sobre Ibex 35 sectoriales	0	0	0	0	0	0	0	0
Opción <i>call</i> mini	104.132	69.667	42.485	11.728	11.292	9.023	10.441	8.517
Opción <i>put</i> mini	139.521	79.257	91.927	28.131	25.727	13.580	24.490	15.509
Sobre acciones ⁴	30.313.892	25.434.719	25.333.109	6.925.765	4.746.892	5.283.881	8.376.571	9.785.272
Futuros	10.968.411	11.346.047	10.313.726	3.919.655	956.444	1.549.644	3.887.983	6.057.018
Futuros sobre dividendos de acciones	130.055	2.100	12.550	25	75	6.050	6.400	300
Futuros sobre dividendos de acciones plus	7.752	20.800	13.510	9.040	0	0	4.470	4.090
Opción <i>call</i>	8.564.019	6.131.488	7.900.379	1.499.642	2.069.208	1.969.545	2.361.984	1.842.611
Opción <i>put</i>	10.643.655	7.934.284	7.092.944	1.497.403	1.721.165	1.758.642	2.115.734	1.881.253

1 Nominal del contrato: 100.000 euros.

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

3 Nominal del contrato: Ibex 35 * 10 euros.

4 Nominal del contrato: 100 acciones.

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

Emisiones registradas en la CNMV

CUADRO 1.14

	2020	2021	2022	2022				2023
				I	II	III	IV	I
WARRANTS								
Importe de las primas (millones de euros)	1.151,8	2.142,7	5.233,0	1.236,0	1.498,2	1.289,1	1.209,7	2.167,0
Sobre acciones	429,7	792,8	1.595,9	289,7	575,7	344,1	386,3	344,5
Sobre índices	674,0	1.258,6	3.014,2	868,8	671,1	754,5	719,8	1.736,5
Otros ¹	48,1	91,3	622,9	77,4	251,4	190,5	103,6	86,0
Número de emisiones	3.081	4.581	7.383	2.299	1.765	1.819	1.500	2.991
Número de emisores	5	4	2	2	2	2	1	2
CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES								
Importes nominales (millones de euros)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre índices	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros ¹	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones	0	0	0	0	0	0	0	0
Número de emisores	0	0	0	0	0	0	0	0

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

	2020	2021	2022	2022				2023
				I	II	III	IV	I
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	319,7	289,2	599,6	106,0	159,7	161,4	172,4	112,6
Sobre acciones nacionales	121,1	123,3	86,0	23,0	21,9	20,8	20,3	20,0
Sobre acciones extranjeras	26,0	18,2	26,4	6,0	7,5	4,4	8,5	8,9
Sobre índices	161,7	143,4	436,8	73,6	114,4	119,8	129,1	81,1
Otros ¹	10,9	4,3	50,4	3,4	15,9	16,5	14,6	2,6
Número de emisiones ²	3.785	3.249	764,0	1.126	1.078	970	764	1.753
Número de emisores ²	7	4	2	2	2	2	2	2
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones ²	1	1	0	0	0	0	0	0
Número de emisores ²	1	1	0	0	0	0	0	0
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	2.548,1	1.549,0	1.604,8	556,9	428,5	328,5	291,0	374,5
Número de fondos	5	5	5	5	5	5	5	5
Patrimonio ³ (millones de euros)	241,5	259,8	241,2	256,7	225,6	206,7	241,2	230,5

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

2 Emisiones o emisores que registraron contratación en cada periodo.

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

2 Servicios de inversión

Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

	2020	2021	2022	2022				2023
				I	II	III	IV	I
SOCIEDADES DE VALORES								
Entidades nacionales	38	33	34	33	32	34	34	36
Sucursales en España	14	13	15	14	12	15	15	15
Agentes operantes en España	1.407	1.359	1.222	1.149	1.180	1.194	1.222	1.229
Sucursales en el EEE ¹	8	4	5	4	4	4	5	5
Entidades en libre prestación en el EEE ¹	25	20	23	21	21	21	23	23
Pasaportes para operar en el EEE ^{1,2}	205	161	204	173	173	192	204	204
AGENCIAS DE VALORES								
Entidades nacionales	57	58	61	60	61	62	61	60
Sucursales en España	24	21	20	22	22	19	20	20
Agentes operantes en España	353	729	1.246	887	1.063	1.102	1.246	1.222
Sucursales en el EEE ¹	0	4	6	6	5	6	6	6
Entidades en libre prestación en el EEE ¹	30	30	32	32	32	34	32	32
Pasaportes para operar en el EEE ^{1,2}	205	200	211	200	214	211	211	211
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Entidades nacionales	1	0	0	0	0	0	0	0
EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO								
Entidades nacionales	140	140	143	140	142	144	143	141
Sucursales en España	23	21	21	21	21	21	21	21
Sucursales en el EEE ¹	2	1	0	1	1	0	0	0
Entidades en libre prestación en el EEE ¹	27	26	23	26	25	25	23	23
Pasaportes para operar en el EEE ^{1,2}	47	49	46	48	48	48	46	46
ENTIDADES DE CRÉDITO³								
Entidades nacionales	110	108	108	108	109	109	108	108

1 EEE: Espacio Económico Europeo.

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

3 Fuente: Banco de España y CNMV.

Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2020	2021	2022	2022				2023
				I	II	III	IV	I
Total	3.617	1.369	1.432	1.413	1.422	1.430	1.432	1.357
Empresas de servicios de inversión	3.131	952	974	963	971	974	974	897
Comunitarias	3.128	947	968	958	966	969	968	891
Con sucursal	66	41	43	42	43	43	43	45
En libre prestación de servicios	3.062	906	925	916	923	926	925	846
Extracomunitarias	3	5	6	5	5	5	6	6
Con sucursal	0	2	2	2	2	2	2	2
En libre prestación de servicios	3	3	4	3	3	3	4	4
Entidades de crédito ¹	486	417	458	450	451	456	458	460
Comunitarias	480	412	452	445	446	450	452	454
Con sucursal	50	52	52	52	51	52	52	51
En libre prestación de servicios	430	360	400	393	395	398	400	403
Filiales en libre prestación de servicios	0	0	0	0	0	0	0	0
Extracomunitarias	6	5	6	5	5	6	6	6
Con sucursal	4	3	3	3	3	3	3	3
En libre prestación de servicios	2	2	3	2	2	3	3	3

1 Fuente: Banco de España y CNMV.

Intermediación de operaciones al contado^{1,2}

CUADRO 2.3

Millones de euros

	2020	2021 ²	2022	2021	2022	II ²	III ²	IV ²
				IV ²	I ²			
RENDA FIJA								
Total	3.782.640,8	2.594.772,6	2.901.223,2	481.348,1	835.352,9	805.570,9	624.759,1	635.540,3
Sociedades de valores	3.345.439,9	2.585.400,6	2.890.878,3	478.402,3	832.258,2	803.336,2	622.580,6	632.703,3
Mercados organizados nacionales	1.261.885,8	1.191.945,3	662.074,8	187.845,3	213.938,9	202.988,9	135.350,2	109.796,8
Otros mercados nacionales	1.721.922,5	910.070,8	1.289.213,6	186.135,9	461.075,2	360.096,8	230.319,1	237.722,5
Mercados extranjeros	361.631,6	483.384,5	939.589,9	104.421,1	157.244,1	240.250,5	256.911,3	285.184,0
Agencias de valores	437.200,9	9.372,0	10.344,9	2.945,8	3.094,7	2.234,7	2.178,5	2.837,0
Mercados organizados nacionales	1.229,4	1.017,0	2.044,6	327,0	361,2	408,3	417,5	857,6
Otros mercados nacionales	405.199,7	66,4	454,6	19,0	31,3	84,9	130,5	207,9
Mercados extranjeros	30.771,8	8.288,6	7.845,7	2.599,8	2.702,2	1.741,5	1.630,5	1.771,5
RENDA VARIABLE								
Total	1.816.691,4	1.200.274,7	146.070,1	39.260,5	27.742,6	35.219,7	44.140,4	38.967,4
Sociedades de valores	1.793.180,4	1.180.119,1	130.376,3	34.503,3	22.717,3	32.127,8	40.605,9	34.925,3
Mercados organizados nacionales	261.188,7	76.177,3	38.170,8	11.773,3	9.841,7	11.921,0	7.398,6	9.009,5
Otros mercados nacionales	5.938,7	6.870,4	2.802,8	807,8	728,5	501,6	763,6	809,1
Mercados extranjeros	1.526.053,0	1.097.071,4	89.402,7	21.922,2	12.147,1	19.705,2	32.443,7	25.106,7
Agencias de valores	23.511,0	20.155,6	15.693,8	4.757,2	5.025,3	3.091,9	3.534,5	4.042,1
Mercados organizados nacionales	7.137,8	6.622,8	5.978,1	1.980,6	1.748,9	1.246,1	1.378,8	1.604,3
Otros mercados nacionales	1.094,9	1.486,3	864,8	284,5	306,7	193,7	194,5	169,9
Mercados extranjeros	15.278,3	12.046,5	8.850,9	2.492,1	2.969,7	1.652,1	1.961,2	2.267,9

1 Datos acumulados del periodo.

2 Datos revisados y corregidos en abril de 2023.

Intermediación de operaciones de derivados^{1,2,3}

CUADRO 2.4

Millones de euros

	2020	2021 ²	2022	2021	2022	II ²	III ²	IV
				IV ²	I ²			
Total	11.557.923,7	9.485.119,1	9.792.568,5	2.198.610,6	2.626.200,1	2.502.567,8	1.905.425,4	2.758.375,2
Sociedades de valores	11.261.186,5	9.350.998,3	8.817.459,1	2.188.370,5	2.453.713,6	2.348.805,3	1.578.581,7	2.436.358,5
Mercados organizados nacionales	3.839.450,0	4.273.458,5	4.192.650,3	1.034.825,8	1.213.430,3	1.159.203,0	696.719,6	1.123.297,4
Mercados organizados extranjeros	5.884.599,5	4.122.054,3	4.451.806,6	1.054.400,7	1.177.845,3	1.132.031,8	864.404,5	1.277.525,0
Mercados no organizados	1.537.137,0	955.485,5	173.002,2	99.144,0	62.438,0	57.570,5	17.457,6	35.536,1
Agencias de valores	296.737,2	134.120,8	975.109,4	10.240,1	172.486,5	153.762,5	326.843,7	322.016,7
Mercados organizados nacionales	12.975,9	6.858,9	9.075,1	63,7	2.985,4	2.274,4	1.210,0	2.605,3
Mercados organizados extranjeros	195.686,4	124.124,2	960.541,5	8.420,9	168.893,6	150.540,6	323.409,1	317.698,2
Mercados no organizados	88.074,9	3.137,7	5.492,8	1.755,5	607,5	947,5	2.224,6	1.713,2

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

2 Datos acumulados del periodo.

3 Datos revisados y corregidos en abril de 2023.

Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 2.5

	2020	2021	2022	2021		2022		
				IV	I	II	III	IV
NÚMERO DE CARTERAS								
Total ²	44.982	89.646	103.905	89.646	115.246	100.549	101.970	103.905
Sociedades de valores. Total	3.585	19.317	21.914	19.317	38.571	21.949	22.161	21.914
IIC ³	42	38	29	38	39	39	37	29
Otras ⁴	3.543	19.279	21.885	19.279	38.532	21.910	22.124	21.885
Agencias de valores. Total	41.397	70.329	81.991	70.329	76.675	78.600	79.809	81.991
IIC ³	82	64	38	64	63	60	64	38
Otras ⁴	41.315	70.265	81.953	70.265	76.612	78.540	79.745	81.953
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)								
Total ²	6.098.558	8.088.415	8.206.522	8.088.415	8.345.884	7.843.069	8.165.778	8.206.522
Sociedades de valores. Total	2.687.786	2.907.767	2.901.726	2.907.767	3.056.177	2.714.109	2.834.296	2.901.726
IIC ³	1.280.966	592.849	393.165	592.849	408.400	402.884	403.677	393.165
Otras ⁴	1.406.820	2.314.918	2.508.561	2.314.918	2.647.777	2.311.225	2.430.619	2.508.561
Agencias de valores. Total	3.410.772	5.180.648	5.304.796	5.180.648	5.289.707	5.128.960	5.331.482	5.304.796
IIC ³	1.256.276	1.125.208	1.276.836	1.125.208	1.083.627	864.387	1.231.823	1.276.836
Otras ⁴	2.154.496	4.055.440	4.027.960	4.055.440	4.206.080	4.264.573	4.099.659	4.027.960

1 Datos al final del periodo.

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

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

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

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

CUADRO 2.6

	2020	2021	2022	2021		2022		
				IV	I	II	III	IV
NÚMERO DE CONTRATOS								
Total ³	31.169	34.006	48.139	34.006	49.082	49.475	50.157	48.139
Sociedades de valores. Total	8.721	9.727	20.133	9.727	17.009	17.300	17.502	20.133
Clientes minoristas	8.670	9.674	20.076	9.674	16.950	17.243	17.442	20.076
Clientes profesionales	45	48	43	48	54	48	52	43
Contrapartes elegibles	6	5	14	5	5	9	8	14
Agencias de valores. Total	22.448	24.279	28.006	24.279	32.073	32.175	32.655	28.006
Clientes minoristas	22.128	24.007	27.638	24.007	31.776	31.858	32.329	27.638
Clientes profesionales	282	235	327	235	256	279	287	327
Contrapartes elegibles	38	37	41	37	41	38	39	41
Pro memoria: comisiones percibidas por asesoramiento financiero⁴ (miles de euros)								
Total ³	39.803	48.086	45.484	48.086	6.176	24.373	37.106	45.484
Sociedades de valores	5.813	7.944	7.937	7.944	1.633	3.248	4.989	7.937
Agencias de valores	33.990	40.142	37.547	40.142	4.543	21.125	32.117	37.547

1 Datos al final del periodo.

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

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

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

Miles de euros¹

	2020	2021	2022	2022				2023
				I	II	III	IV	I ²
I. Margen de intereses	35.957	41.565	66.519	2.543	28.205	43.362	66.519	3.566
II. Comisiones netas	310.868	265.790	191.789	47.003	95.650	141.271	191.789	36.409
Comisiones percibidas	525.812	481.945	293.594	73.205	147.660	218.557	293.594	52.540
Tramitación y ejecución de órdenes	254.307	164.293	105.849	26.620	52.868	78.952	105.849	21.607
Colocación y aseguramiento de emisiones	5.279	86.324	7.881	2.640	5.384	7.358	7.881	1.213
Depósito y anotación de valores	39.260	36.880	32.979	9.711	18.425	25.234	32.979	4.684
Gestión de carteras	13.128	15.860	14.096	3.532	6.669	10.150	14.096	2.192
Diseño y asesoramiento	16.282	20.316	19.162	4.165	8.797	12.759	19.162	3.427
Búsqueda y colocación de paquetes	1.960	5.306	1.010	261	883	977	1.010	12
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	50.985	64.608	63.402	15.977	31.693	47.478	63.402	11.182
Otras	144.611	88.356	49.215	10.298	22.941	35.647	49.215	8.224
Comisiones satisfechas	214.944	216.155	101.805	26.202	52.010	77.286	101.805	16.131
III. Resultado de inversiones financieras	97.113	32.733	57.558	14.434	24.760	37.641	57.558	11.366
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	91.278	35.370	1.372	360	1.384	1.890	1.372	1.020
V. Margen bruto	535.216	375.458	317.238	64.340	149.999	224.164	317.238	52.362
VI. Resultado de explotación	124.993	88.966	90.039	12.537	46.277	67.909	90.039	15.066
VII. Resultado de actividades continuadas	102.928	93.481	82.156	12.478	45.703	66.992	82.156	13.996
VIII. Resultado neto del ejercicio	102.928	90.708	82.156	12.478	45.703	66.992	82.156	13.996

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

2 Datos disponibles: febrero de 2023.

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.8

 Miles de euros¹

	2020	2021	2022	2021	2022			
				IV	I	II	III	IV
TOTAL								
Total	221.894	108.249	122.542	108.249	17.333	54.477	83.012	122.542
Activos monetarios y deuda pública	23.229	3.039	-2.032	3.039	-442	-558	-467	-2.032
Otros valores de renta fija	18.457	19.224	47.796	19.224	10.438	19.341	28.736	47.796
Cartera interior	11.796	4.920	7.462	4.920	2.586	5.475	7.203	7.462
Cartera exterior	6.661	14.304	40.334	14.304	7.852	13.866	21.533	40.334
Renta variable	21.860	6.845	11.693	6.845	3.936	4.943	8.131	11.693
Cartera interior	22.859	5.281	7.200	5.281	3.310	3.757	5.855	7.200
Cartera exterior	-999	1.564	4.493	1.564	626	1.186	2.276	4.493
Derivados	28.367	-21.138	2.064	-21.138	351	646	1.010	2.064
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-6.851	-6.446	-21	-6.446	-21	-48	-83	-21
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios financieros	-6.207	3.177	9.394	3.177	1.146	2.643	5.065	9.394
Diferencias de cambio netas	-981	971	-273	971	102	485	1.158	-273
Otros productos y cargas de explotación	92.259	34.398	1.645	34.398	258	900	732	1.645
Otras operaciones	51.761	68.179	52.276	68.179	1.565	26.125	38.730	52.276
MARGEN DE INTERESES								
Total	35.957	41.564	66.519	41.564	2.542	28.205	43.362	66.519
Activos monetarios y deuda pública	922	804	457	804	113	236	340	457
Otros valores de renta fija	1.347	732	209	732	56	84	136	209
Cartera interior	556	81	76	81	18	30	43	76
Cartera exterior	791	651	133	651	38	54	93	133
Renta variable	962	973	4.014	973	723	1.113	1.452	4.014
Cartera interior	766	539	630	539	131	292	528	630
Cartera exterior	196	434	3.384	434	592	821	924	3.384
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-6.851	-6.446	-21	-6.446	-21	-48	-83	-21
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios financieros	-6.207	3.177	9.394	3.177	1.146	2.643	5.065	9.394
Otras operaciones	45.784	42.324	52.466	42.324	525	24.177	36.452	52.466
INVERSIONES FINANCIERAS								
Total	97.113	32.734	57.557	32.734	14.436	24.762	37.642	57.557
Activos monetarios y deuda pública	22.307	2.235	-2.489	2.235	-555	-794	-807	-2.489
Otros valores de renta fija	17.110	18.492	47.587	18.492	10.382	19.257	28.600	47.587
Cartera interior	11.240	4.839	7.386	4.839	2.568	5.445	7.160	7.386
Cartera exterior	5.870	13.653	40.201	13.653	7.814	13.812	21.440	40.201
Renta variable	20.898	5.872	7.679	5.872	3.213	3.830	6.679	7.679
Cartera interior	22.093	4.742	6.570	4.742	3.179	3.465	5.327	6.570
Cartera exterior	-1.195	1.130	1.109	1.130	34	365	1.352	1.109
Derivados	28.367	-21.138	2.064	-21.138	351	646	1.010	2.064
Otras operaciones	8.431	27.273	2.716	27.273	1.045	1.823	2.160	2.716
DIFERENCIAS DE CAMBIO Y OTRAS PARTIDAS								
Total	88.824	33.951	-1.534	33.951	355	1.510	2.008	-1.534
Diferencias de cambio netas	-981	971	-273	971	102	485	1.158	-273
Otros productos y cargas de explotación	92.259	34.398	1.645	34.398	258	900	732	1.645
Otras operaciones	-2.454	-1.418	-2.906	-1.418	-5	125	118	-2.906

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

Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores

CUADRO 2.9

Miles de euros¹

	2020	2021	2022	2022				2023
				I	II	III	IV	I ²
I. Margen de intereses	932	454	960	72	975	960	960	35
II. Comisiones netas	143.162	173.785	170.724	36.111	86.222	128.015	170.724	29.557
Comisiones percibidas	165.094	202.333	198.293	43.561	100.861	150.324	198.293	34.684
Tramitación y ejecución de órdenes	22.035	14.140	18.030	4.591	8.349	13.239	18.030	3.279
Colocación y aseguramiento de emisiones	2.157	1.481	1.187	15	362	428	1.187	252
Depósito y anotación de valores	754	425	286	80	155	219	286	44
Gestión de carteras	14.554	22.874	23.388	5.921	11.812	18.245	23.388	3.989
Diseño y asesoramiento	34.128	40.421	38.167	4.648	21.619	32.640	38.167	5.466
Búsqueda y colocación de paquetes	0	0	0	0	0	0	0	0
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	62.134	91.375	94.339	22.325	45.929	68.553	94.339	15.151
Otras	29.331	31.617	22.896	5.981	12.634	17.000	22.896	6.500
Comisiones satisfechas	21.932	28.548	27.569	7.450	14.639	22.309	27.569	5.127
III. Resultado de inversiones financieras	-5.562	666	-1.479	-658	-1.195	-1.861	-1.479	160
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-968	-776	588	384	1.066	899	588	-308
V. Margen bruto	137.564	174.129	170.793	35.910	87.068	128.013	170.793	29.443
VI. Resultado de explotación	3.339	26.155	10.018	2.039	4.890	4.736	10.018	6.417
VII. Resultado de actividades continuadas	2.836	22.802	10.364	2.213	7.666	6.664	10.364	6.511
VIII. Resultado neto del ejercicio	2.836	22.802	10.364	2.213	7.666	6.664	10.364	6.511

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

2 Datos disponibles: febrero de 2023.

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

CUADRO 2.10

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

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

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

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

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

Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos¹

CUADRO 2.11

	2020	2021	2022	2021	2022	II	III	IV
				IV	I			
TOTAL SAV²								
Media ³ (%)	18,71	13,68	19,39	13,68	9,81	19,33	17,89	19,39
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	32	30	37	30	35	35	41	37
0-≤ 15 %	15	20	17	20	15	10	15	17
> 15-≤ 45 %	20	14	13	14	15	18	9	13
> 45-≤ 75 %	9	9	7	9	11	7	11	7
> 75 %	15	17	19	17	16	22	19	19
SOCIEDADES DE VALORES								
Media ³ (%)	19,72	11,48	20,42	11,48	10,34	20,26	19,58	20,42
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	12	13	11	13	12	8	12	11
0-≤ 15 %	6	8	10	8	8	9	10	10
> 15-≤ 45 %	9	6	5	6	7	7	3	5
> 45-≤ 75 %	6	4	2	4	2	3	4	2
> 75 %	2	1	5	1	3	4	4	5
AGENCIAS DE VALORES								
Media ³ (%)	12,48	23,97	14,91	23,97	7,71	15,23	10,41	14,91
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	20	17	26	17	23	27	29	26
0-≤ 15 %	9	12	7	12	7	1	5	7
> 15-≤ 45 %	11	8	8	8	8	11	6	8
> 45-≤ 75 %	3	5	5	5	9	4	7	5
> 75 %	13	16	14	16	13	18	15	14

1 El ROE se ha calculado como:

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

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

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

3 Media ponderada por fondos propios, en %.

Empresas de asesoramiento financiero. Principales magnitudes¹

CUADRO 2.12

Miles de euros

	2018	2019	2020	2021 ²	2022
PATRIMONIOS ASESORADOS³					
Total	31.658.460	21.627.677	17.423.050	19.530.452	18.616.506
Clientes minoristas	10.281.573	8.313.608	6.907.284	9.125.730	10.164.034
Resto de clientes y entidades	21.376.887	13.314.069	10.515.766	10.404.722	8.452.472
Clientes profesionales	7.052.031	–	–	–	–
Otros	14.324.856	–	–	–	–
INGRESOS POR COMISIONES⁴					
Total	62.168	56.963	45.782	56.823	56.757
Comisiones percibidas	61.079	56.029	45.153	56.430	56.133
Otros ingresos	1.088	934	629	393	624
PATRIMONIO NETO					
Total	33.572	32.089	30.177	33.334	35.546
Capital social	6.894	5.770	5.454	6.151	6.971
Reservas y remanentes	15.386	17.260	18.979	21.128	23.912
Resultado del ejercicio ³	10.626	8.172	4.837	6.517	3.708
Resto de fondos propios	666	888	907	-461	955

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

2 Datos actualizados en abril de 2023.

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

4 Importes acumulados desde el inicio del año.

3 Instituciones de inversión colectiva^a

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

CUADRO 3.1

	2020	2021	2022	2022				2023
				I	II	III	IV	I ¹
Total IIC de carácter financiero	4.018	3.815	2.675	3.785	3.677	3.304	2.675	2.298
Fondos de inversión	1.515	1.452	1.484	1.455	1.450	1.447	1.484	1.493
Sociedades de inversión	2.427	2.280	1.091	2.244	2.140	1.770	1.091	695
IIC de IIC de inversión libre	7	10	8	10	9	8	8	8
IIC de inversión libre	69	73	92	76	78	79	92	102
Total IIC inmobiliarias	5	4	4	4	4	4	4	4
Fondos de inversión inmobiliaria	2	2	2	2	2	2	2	2
Sociedades de inversión inmobiliaria	3	2	2	2	2	2	2	2
Total IIC extranjeras comercializadas en España	1.048	1.074	1.093	1.069	1.077	1.082	1.095	1.103
Fondos extranjeros comercializados en España	407	416	425	411	412	412	426	435
Sociedades extranjeras comercializadas en España	641	658	668	658	665	670	669	668
SGIIC	123	123	123	123	123	122	123	123
Depositarias IIC	35	33	34	33	34	35	34	34

1 Datos disponibles: febrero de 2023.

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2020	2021	2022	2022				2023
				I	II	III	IV	I ¹
Total IIC de carácter financiero ²	13.015.104	16.160.034	16.247.654	16.597.453	16.480.209	16.355.169	16.247.654	16.268.410
Fondos de inversión	12.654.439	15.810.134	16.115.864	16.306.045	16.268.335	16.180.878	16.115.864	16.141.498
Sociedades de inversión	360.665	349.900	131.790	291.408	211.874	174.291	131.790	126.912
Total IIC inmobiliarias ²	798	691	593	691	691	690	593	592
Fondos de inversión inmobiliaria	483	482	482	482	482	482	482	482
Sociedades de inversión inmobiliaria	315	209	111	209	209	208	111	110
Total IIC extranjeras comercializadas en España ³	4.312.340	6.073.537	6.412.067	6.120.550	6.377.74	6.510.617	6.412.067	–
Fondos extranjeros comercializados en España	592.053	776.206	830.870	782.936	846.890	872.941	830.870	–
Sociedades extranjeras comercializadas en España	3.720.287	5.297.331	5.581.197	5.337.614	5.530.857	5.637.676	5.581.197	–

1 Datos disponibles: enero de 2023.

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

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

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

Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

Millones de euros

	2020	2021	2022	2022				2023
				I	II	III	IV	I ¹
Total IIC de carácter financiero	306.654,5	353.203,3	327.330,7	343.159,8	326.391,0	319.630,5	327.330,7	338.086,3
Fondos de inversión ²	279.694,5	324.701,0	311.466,4	316.020,4	302.684,2	299.627,1	311.466,4	322.988,5
Sociedades de inversión	26.960,0	28.502,3	15.864,3	27.139,4	23.706,8	20.003,4	15.864,3	15.097,8
Total IIC inmobiliarias	1.218,0	1.224,3	1.279,0	1.258,6	1.262,9	1.291,5	1.279,0	1.282,2
Fondos de inversión inmobiliaria	310,8	311,0	314,8	312,5	312,6	313,4	314,8	314,7
Sociedades de inversión inmobiliaria	907,1	913,2	964,2	946,1	950,2	978,1	964,2	967,5
Total IIC extranjeras comercializadas en España ³	199.419,3	276.231,9	201.058,7	227.194,6	209.314,4	204.425,1	201.058,7	-
Fondos extranjeros comercializados en España	27.355,5	36.662,6	27.630,3	32.253,8	30.442,1	29.612,8	27.630,3	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	172.063,8	239.569,4	173.428,3	194.940,8	178.872,3	174.812,3	173.428,3	-

1 Datos disponibles: enero de 2023.

2 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en diciembre de 2022, del orden de 9.032,4 millones de euros.

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

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión

CUADRO 3.4

Millones de euros

	2020	2021 ¹	2022	2021	2022	III	IV
				IV ¹	I		
Patrimonio	279.694,5	324.701,0	311.466,4	324.701,0	316.020,4	299.627,1	311.466,4
Cartera de inversiones financieras	256.257,2	299.434,9	291.188,2	299.434,9	291.983,4	280.372,8	291.188,2
Cartera interior	54.587,8	54.716,7	58.740,0	54.716,7	50.851,1	49.626,0	58.740,0
Valores representativos de deuda	38.394,5	35.648,2	42.044,2	35.648,2	32.823,9	32.086,7	42.044,2
Instrumentos de patrimonio	6.185,3	6.828,5	6.113,0	6.828,5	6.472,4	6.314,9	6.113,0
Instituciones de inversión colectiva	8.511,0	11.396,8	9.927,7	11.396,8	10.499,3	10.141,3	9.927,7
Depósitos en EE. CC.	1.341,5	627,2	431,8	627,2	888,7	928,2	431,8
Derivados	140,9	168,9	159,5	168,9	114,1	97,2	159,5
Otros	14,6	47,1	63,8	47,1	52,8	57,7	63,8
Cartera exterior	201.664,8	244.714,6	232.444,2	244.714,6	241.128,5	230.741,8	232.444,2
Valores representativos de deuda	86.151,5	95.131,8	110.173,6	95.131,8	99.183,7	102.155,0	110.173,6
Instrumentos de patrimonio	33.886,1	46.254,6	41.321,4	46.254,6	44.921,3	41.171,1	41.321,4
Instituciones de inversión colectiva	81.358,2	103.089,6	80.592,6	103.089,6	96.972,6	87.306,3	80.592,6
Depósitos en EE. CC.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Derivados	268,0	238,0	356,1	238,0	50,2	108,8	356,1
Otros	0,8	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,5
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	4,6	3,5	4,0	3,5	3,8	5,0	4,0
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tesorería	22.203,0	23.950,8	18.515,0	23.950,8	23.728,2	20.480,2	18.515,0
Neto deudores/acreedores	1.234,3	1.315,3	1.763,2	1.315,3	308,7	1.831,3	1.763,2

1 Datos revisados y modificados en abril de 2023.

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

CUADRO 3.5

Millones de euros

	2020	2021	2022	2021	2022	II	III	IV
				IV	I			
Patrimonio	26.960,0	28.502,3	15.864,3	28.502,3	27.139,4	23.706,8	20.003,4	15.864,3
Cartera de inversiones financieras	24.548,9	25.729,9	12.349,9	25.729,9	23.556,8	17.719,0	14.487,3	12.349,9
Cartera interior	3.419,9	3.525,2	2.583,6	3.525,2	3.637,6	3.828,0	3.118,1	2.583,6
Valores representativos de deuda	734,3	734,3	773,6	734,3	972,8	1.510,1	1.044,9	773,6
Instrumentos de patrimonio	1.601,2	1.633,7	819,9	1.633,7	1.541,6	1.260,8	928,7	819,9
Instituciones de inversión colectiva	967,7	1.067,4	950,2	1.067,4	1.036,4	982,4	1.090,5	950,2
Depósitos en EE. CC.	47,7	19,1	1,4	19,1	19,5	15,4	4,1	1,4
Derivados	3,2	-0,4	-0,8	-0,4	-1,2	-1,2	-1,0	-0,8
Otros	65,9	71,1	39,3	71,1	68,4	60,5	50,9	39,3
Cartera exterior	21.125,7	22.202,8	9.763,6	22.202,8	19.917,9	13.889,9	11.366,6	9.763,6
Valores representativos de deuda	3.243,8	2.683,8	1.807,1	2.683,8	2.294,7	1.893,4	1.812,7	1.807,1
Instrumentos de patrimonio	6.548,1	7.157,9	3.605,4	7.157,9	6.501,0	4.761,4	4.151,5	3.605,4
Instituciones de inversión colectiva	11.297,4	12.335,3	4.325,7	12.335,3	11.085,2	7.212,2	5.383,9	4.325,7
Depósitos en EE. CC.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Derivados	23,8	8,3	7,9	8,3	18,5	4,5	0,6	7,9
Otros	12,6	17,5	17,4	17,5	18,5	18,5	17,8	17,4
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	3,2	1,8	2,6	1,8	1,3	1,1	2,6	2,6
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Tesorería	2.219,3	2.476,4	2.962,6	2.476,4	3.239,8	5.592,3	5.176,0	2.962,6
Neto deudores/acreedores	191,4	295,5	551,3	295,5	342,2	395,0	339,7	551,3

	2020	2021	2022	2022				2023
				I	II	III	IV	I ³
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	1.644	1.611	1.684	1.622	1.625	1.625	1.684	1.687
Renta fija ⁴	276	266	293	264	268	274	293	294
Renta fija mixta ⁵	174	181	171	180	175	168	171	172
Renta variable mixta ⁶	186	192	206	195	198	197	206	206
Renta variable euro	104	94	86	92	89	85	86	86
Renta variable internacional	276	307	339	319	328	329	339	341
Garantizado renta fija	55	43	49	43	42	46	49	49
Garantizado renta variable ⁷	133	114	102	111	102	101	102	102
Fondos globales	248	263	291	275	280	284	291	290
De gestión pasiva ⁸	118	88	93	81	81	85	93	94
Retorno absoluto	72	61	54	60	60	54	54	53
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	12.660.100	15.816.557	16.119.440	16.314.155	16.276.281	16.188.727	16.119.440	16.145.111
Renta fija ⁴	4.135.294	5.476.096	5.539.272	5.483.985	5.517.117	5.530.370	5.539.272	5.587.373
Renta fija mixta ⁵	1.203.280	1.459.004	1.216.179	1.412.031	1.222.259	1.256.457	1.216.179	1.208.954
Renta variable mixta ⁶	745.112	721.346	696.718	731.053	715.504	705.131	696.718	695.573
Renta variable euro	530.107	778.138	836.711	864.790	875.675	852.841	836.711	831.877
Renta variable internacional	3.043.542	3.882.184	4.156.864	4.342.851	4.294.359	4.239.517	4.156.864	4.135.850
Garantizado renta fija	135.320	77.430	141.717	74.099	81.826	99.959	141.717	147.802
Garantizado renta variable ⁷	356.439	265.043	209.188	235.945	202.655	204.133	209.188	208.723
Fondos globales	1.409.759	1.989.428	2.067.594	1.992.279	2.179.303	2.111.670	2.067.594	2.057.255
De gestión pasiva ⁸	511.251	505.514	596.475	494.585	494.942	512.763	596.475	617.911
Retorno absoluto	587.040	659.411	658.722	679.573	689.677	672.922	658.722	653.793
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	279.694,5	324.701,0	311.466,4	316.020,4	302.684,2	299.627,1	311.466,4	322.988,5
Renta fija ⁴	81.015,9	88.422,8	98.561,1	90.688,1	92.858,9	93.280,9	98.561,1	102.388,7
Renta fija mixta ⁵	43.200,4	50.869,7	37.846,0	46.975,3	39.139,4	39.147,9	37.846,0	38.281,6
Renta variable mixta ⁶	30.432,7	28.141,1	24.247,9	27.072,9	24.638,2	23.812,0	24.247,9	25.007,6
Renta variable euro	7.091,1	8.279,6	7.226,3	7.650,0	7.366,7	6.764,1	7.226,3	7.757,7
Renta variable internacional	37.722,5	51.222,2	45.588,9	50.254,2	45.344,7	44.650,5	45.588,9	48.178,6
Garantizado renta fija	4.177,0	2.346,7	5.454,9	2.166,9	2.458,4	3.323,4	5.454,9	5.788,5
Garantizado renta variable ⁷	11.037,1	8.094,9	6.306,7	7.054,3	6.089,1	6.082,6	6.306,7	6.353,0
Fondos globales	40.944,5	67.591,0	63.717,0	65.204,9	66.365,4	64.401,4	63.717,0	65.109,1
De gestión pasiva ⁸	14.014,3	12.500,4	15.935,0	11.570,7	11.336,4	11.470,4	15.935,0	17.490,2
Retorno absoluto	10.057,4	7.231,2	6.582,5	7.382,7	7.086,8	6.693,5	6.582,5	6.633,6

1 Compartimentos que han remitido estados reservados, no incluye aquellos en proceso de disolución o liquidación.

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

3 Datos disponibles: enero de 2023.

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

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

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

7 Incluye: garantizados de rendimiento variable y garantía parcial.

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

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

CUADRO 3.7

PARTÍCIPES	2020	2021	2022	2022				2023
				I	II	III	IV	I ¹
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	12.660.100	15.816.557	16.119.440	16.314.155	16.276.281	16.188.727	16.119.440	16.145.111
Personas físicas	12.437.954	15.541.300	15.839.201	16.034.295	15.994.598	15.909.624	15.839.201	15.864.723
Residentes	12.339.829	15.427.337	15.717.938	15.917.149	15.876.177	15.789.576	15.717.938	15.743.009
No residentes	98.125	113.963	121.263	117.146	118.421	120.048	121.263	121.714
Personas jurídicas	222.146	275.257	280.239	279.860	281.683	279.103	280.239	280.388
Entidades de crédito	1.403	746	883	903	907	872	883	914
Otros agentes residentes	219.849	273.421	278.246	277.849	279.658	277.116	278.246	278.370
Entidades no residentes	894	1.090	1.110	1.108	1.118	1.115	1.110	1.104
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	279.694,5	324.701,0	311.466,4	316.020,4	302.684,2	299.627,1	311.466,4	322.988,5
Personas físicas	230.573,8	264.075,7	257.253,5	258.828,7	247.585,8	246.633,7	257.253,5	267.407,3
Residentes	227.444,5	260.321,1	253.545,2	255.130,5	244.052,6	243.098,7	253.545,2	263.570,8
No residentes	3.129,3	3.754,6	3.708,3	3.698,2	3.533,2	3.535,0	3.708,3	3.836,6
Personas jurídicas	49.120,7	60.625,3	54.212,8	57.191,7	55.098,4	52.993,4	54.212,8	55.581,2
Entidades de crédito	480,0	472,5	351,8	518,5	324,7	291,4	351,8	375,5
Otros agentes residentes	47.995,2	59.288,6	53.052,7	55.835,3	53.941,7	51.901,1	53.052,7	54.330,6
Entidades no residentes	645,4	864,2	808,3	837,8	832,0	800,9	808,3	875,0

1 Datos disponibles: enero de 2023.

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

CUADRO 3.8

Millones de euros

SUSCRIPCIONES	2020	2021 ³	2022	2021	2022	III	IV
				IV ³	I		
SUSCRIPCIONES							
Total fondos de inversión	113.265,7	149.397,2	162.843,5	35.064,2	41.176,0	41.415,0	53.228,4
Renta fija	51.487,7	58.255,2	89.725,6	15.696,2	18.575,6	19.905,2	36.804,9
Renta fija mixta	15.496,2	21.116,1	11.075,6	4.877,6	4.314,9	2.506,1	1.278,2
Renta variable mixta	8.861,2	11.113,2	6.933,1	3.029,9	2.478,3	1.658,0	1.655,8
Renta variable euro	2.232,1	3.005,8	2.989,1	553,0	786,1	1.235,3	380,4
Renta variable internacional	15.974,8	19.019,8	18.529,7	4.416,3	8.535,0	4.803,0	2.291,6
Garantizado renta fija	424,7	9,0	3.751,3	1,3	2,1	437,5	2.278,0
Garantizado renta variable	74,2	86,8	680,3	11,6	13,6	61,1	396,6
Fondos globales	11.391,1	30.193,0	17.969,3	4.954,4	4.239,9	8.438,0	3.029,1
De gestión pasiva	4.944,6	2.827,9	8.884,4	453,5	1.303,2	1.671,8	4.785,9
Retorno absoluto	2.379,0	3.770,3	2.305,0	1.070,4	927,4	698,7	327,9
REEMBOLSOS							
Total fondos de inversión	112.634,4	121.859,1	145.802,6	31.465,5	39.216,8	37.376,8	44.652,8
Renta fija	47.611,0	49.850,1	74.352,0	13.217,9	14.617,7	15.545,9	31.647,5
Renta fija mixta	14.974,6	13.690,2	17.345,2	2.982,1	4.253,2	7.929,2	2.779,0
Renta variable mixta	7.667,5	14.639,8	7.440,1	1.603,1	2.101,3	2.274,2	1.589,8
Renta variable euro	4.205,3	2.979,1	3.205,0	668,8	846,7	1.031,8	693,5
Renta variable internacional	13.449,4	13.586,3	16.794,8	3.097,5	7.185,0	4.157,4	2.800,8
Garantizado renta fija	1.030,6	1.720,9	335,2	997,6	122,8	91,8	80,3
Garantizado renta variable	2.245,2	2.914,0	2.060,0	311,5	920,7	862,6	177,0
Fondos globales	12.743,7	15.234,6	17.670,9	6.679,7	6.935,7	3.680,6	3.761,0
De gestión pasiva	4.985,6	4.372,9	4.236,9	1.496,1	1.648,5	1.175,5	641,3
Retorno absoluto	3.721,4	2.871,1	2.362,2	411,2	585,2	627,6	482,6

1 Datos estimados.

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

3 Datos modificados en abril de 2023.

**Variación del patrimonio de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo:
suscripciones/reembolsos netos y rendimientos netos^{1,2}**

CUADRO 3.9

Millones de euros

	2020	2021 ³	2022	2021	2022			
				IV ³	I	II	III	IV
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS								
Total fondos de inversión	660,3	27.583,3	16.977,9	3.602,6	1.952,9	3.943,9	2.503,9	8.577,2
Renta fija	2.062,6	7.674,2	15.171,0	2.480,2	3.801,7	4.461,7	1.708,7	5.198,9
Renta fija mixta	2.619,5	6.537,6	-8.999,8	1.691,9	-2.338,6	-5.840,5	743,9	-1.564,6
Renta variable mixta	1.601,4	-4.179,3	-686,9	1.632,7	132,2	-620,5	-284,2	85,7
Renta variable euro	-2.007,7	13,8	-335,9	-115,3	-164,4	202,8	-53,0	-321,3
Renta variable internacional	2.633,1	5.260,9	1.782,7	1.320,5	1.402,6	603,8	276,5	-500,2
Garantizado renta fija	-707,4	-1.787,1	3.355,8	-996,8	-120,6	345,6	933,1	2.197,7
Garantizado renta variable	-2.254,2	-2.949,3	-1.409,6	-299,9	-906,8	-831,3	108,8	219,6
Fondos globales	-1.501,2	22.755,0	3.824,2	-1.725,3	378,4	5.158,6	-983,4	-729,4
De gestión pasiva	-23,8	-2.700,6	4.551,5	-1.043,0	-523,0	516,6	412,2	4.145,7
Retorno absoluto	-1.761,9	-3.041,9	-274,9	657,6	291,3	-52,8	-358,7	-154,7
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	-310,6	17.471,5	-30.163,5	5.483,3	-10.623,0	-17.270,1	-5.549,2	3.278,7
Renta fija	371,5	-265,8	-5.031,3	-230,3	-1.536,0	-2.290,9	-1.285,8	81,4
Renta fija mixta	-220,0	1.160,1	-3.997,8	284,3	-1.549,8	-1.990,7	-731,3	274,1
Renta variable mixta	55,5	1.890,4	-3.204,9	538,5	-1.199,6	-1.814,0	-541,9	350,6
Renta variable euro	-1.044,9	1.176,4	-715,3	215,1	-464,8	-485,7	-548,7	783,9
Renta variable internacional	1.012,7	8.242,5	-7.412,1	2.687,0	-2.370,0	-5.511,9	-970,1	1.439,9
Garantizado renta fija	75,2	-43,3	-247,6	-13,3	-59,1	-54,1	-68,1	-66,2
Garantizado renta variable	62,2	7,2	-378,6	0,7	-133,9	-133,9	-115,3	4,5
Fondos globales	-595,3	3.894,8	-7.693,1	1.535,1	-2.764,3	-3.996,0	-980,6	47,8
De gestión pasiva	-28,7	1.192,9	-1.109,3	406,1	-404,5	-750,9	-272,9	318,9
Retorno absoluto	1,7	216,5	-372,4	60,2	-139,8	-241,9	-34,6	43,8

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

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

3 Datos modificados en abril de 2023.

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

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario

	2020	2021 ²	2022	2021	2022			
				IV ²	I	II	III	IV
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	0,85	6,75	-8,81	1,97	-3,14	-5,38	-1,58	1,29
Renta fija	0,99	0,15	-5,03	-0,15	-1,63	-2,41	-1,28	0,19
Renta fija mixta	0,50	3,37	-8,65	0,80	-3,04	-4,68	-1,61	1,02
Renta variable mixta	1,60	8,43	-11,32	2,35	-4,10	-6,75	-1,86	1,75
Renta variable euro	-12,72	16,30	-8,09	2,99	-5,64	-5,96	-7,11	11,21
Renta variable internacional	4,76	19,78	-14,02	5,85	-4,41	-11,10	-1,68	3,45
Garantizado renta fija	2,18	-0,85	-7,98	-0,43	-2,51	-2,31	-2,47	-1,33
Garantizado renta variable	1,00	0,59	-5,40	0,20	-1,70	-2,04	-1,77	0,19
Fondos globales	-0,30	7,92	-10,32	2,56	-3,85	-5,55	-1,15	0,38
De gestión pasiva	0,29	9,61	-8,63	3,38	-3,39	-6,63	-2,21	2,31
Retorno absoluto	0,87	3,78	-4,81	1,04	-1,79	-3,23	-0,39	0,79
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	0,83	0,86	0,81	0,22	0,20	0,20	0,21	0,20
Renta fija	0,42	0,40	0,37	0,10	0,09	0,09	0,09	0,09
Renta fija mixta	0,88	0,88	0,87	0,22	0,21	0,22	0,22	0,23
Renta variable mixta	1,28	1,28	1,14	0,33	0,28	0,29	0,29	0,29
Renta variable euro	1,45	1,30	1,22	0,32	0,31	0,30	0,30	0,31
Renta variable internacional	1,31	1,31	1,15	0,34	0,29	0,29	0,29	0,29
Garantizado renta fija	0,36	0,36	0,35	0,09	0,09	0,08	0,09	0,08
Garantizado renta variable	0,44	0,44	0,40	0,11	0,10	0,10	0,10	0,10
Fondos globales	1,07	1,15	1,16	0,29	0,29	0,29	0,29	0,29
De gestión pasiva	0,41	0,37	0,34	0,09	0,09	0,09	0,08	0,08
Retorno absoluto	0,78	0,68	0,51	0,14	0,13	0,13	0,13	0,13
GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO								
Total fondos de inversión	0,08	0,07	0,07	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,06	0,06	0,06	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Renta fija mixta	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,10	0,09	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable euro	0,10	0,09	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable internacional	0,09	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta fija	0,05	0,05	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Garantizado renta variable	0,05	0,05	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Fondos globales	0,08	0,09	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
De gestión pasiva	0,05	0,04	0,04	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Retorno absoluto	0,07	0,06	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01

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

2 Datos modificados en abril de 2023.

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

CUADRO 3.11

%

	2020	2021	2022	2022				2023
				I	II	III	IV	I ²
Total fondos de inversión	0,78	6,31	-8,95	-3,16	-5,38	-1,81	1,20	2,62
Renta fija	0,62	-0,31	-5,38	-1,71	-2,51	-1,39	0,14	0,85
Renta fija mixta	-0,03	2,49	-8,83	-3,18	-4,76	-1,80	0,69	1,88
Renta variable mixta	0,59	7,18	-11,37	-4,21	-6,81	-2,20	1,52	3,18
Renta variable euro	-8,75	16,72	-8,39	-5,62	-6,06	-7,55	11,77	8,57
Renta variable internacional	2,83	21,14	-13,14	-4,11	-10,67	-1,98	3,43	6,10
Garantizado renta fija	1,68	-1,29	-8,43	-2,55	-2,35	-2,44	-1,36	0,66
Garantizado renta variable	0,70	0,06	-5,44	-1,79	-2,08	-1,82	0,15	1,05
Fondos globales	-0,31	7,90	-10,53	-3,90	-5,61	-1,50	0,14	2,47
De gestión pasiva	0,44	9,82	-9,31	-3,38	-6,62	-2,53	3,13	3,59
Retorno absoluto	0,94	3,02	-4,95	-1,88	-3,27	-0,52	0,67	1,21

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

2 Datos modificados en abril de 2023.

IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 3.12

	2020	2021 ¹	2022	2021		2022		
				IV	I	II	III	IV
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Participes ²	7.961	8.786	8.817	8.786	9.033	9.444	9.538	8.817
Patrimonio (millones de euros)	2.912,6	3.543,4	3.894,0	3.543,4	3.543,1	3.435,3	3.451,6	3.894,0
Suscripciones (millones de euros)	454,5	845,0	1.257,1	307,6	271,5	241,6	169,8	574,2
Reembolsos (millones de euros)	407,2	405,3	603,3	125,9	157,3	170,7	88,4	186,9
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	47,3	439,7	653,9	181,7	114,3	70,9	81,4	387,2
Rendimientos netos (millones de euros)	27,7	193,1	-300,8	9,7	-114,4	-177,6	-64,8	56,1
Rentabilidad (%)	1,75	6,47	-7,71	0,46	-2,92	-4,89	-1,95	1,94
Rendimientos de gestión ³ (%)	2,35	7,39	-7,21	0,57	-2,99	-4,80	-1,58	1,91
Gastos comisión de gestión ³ (%)	1,43	1,47	0,85	0,34	0,21	0,22	0,21	0,20
Gastos de financiación ³ (%)	0,02	0,14	0,28	0,05	0,08	0,04	0,05	0,11
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Participes ²	2.858	5.385	5.347	5.385	5.379	5.309	5.330	5.347
Patrimonio (millones de euros)	652,8	834,0	741,3	834,0	889,6	681,3	727,6	741,3
Suscripciones (millones de euros)	32,4	237,8	110,1	160,5	41,7	8,6	32,8	27,0
Reembolsos (millones de euros)	3,1	121,8	225,1	18,5	0,8	222,8	0,0	1,5
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	29,3	116,0	-115,0	142,0	40,9	-214,2	32,8	25,5
Rendimientos netos (millones de euros)	56,8	65,2	22,2	15,9	14,6	5,9	13,5	-11,8
Rentabilidad (%)	3,71	9,35	3,04	1,94	1,63	0,92	1,93	-1,43
Rendimientos de gestión ⁴ (%)	4,24	11,46	4,67	2,74	2,24	1,60	2,41	-1,64
Gastos comisión de gestión ⁴ (%)	1,39	1,41	1,32	0,37	0,39	0,59	0,42	-0,08
Gastos comisión de depósito ⁴ (%)	0,06	0,07	0,06	0,02	0,02	0,01	0,01	0,02

1 Datos revisados y modificados en abril de 2023.

2 Datos por compartimento.

3 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

4 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

SGIIC: número de carteras y patrimonio gestionado

CUADRO 3.13

	2020	2021	2022	2022				2023
				I	II	III	IV	I ¹
NÚMERO DE CARTERAS²								
Fondos de inversión	1.515	1.452	1.484	1.455	1.450	1.447	1.484	1.491
Sociedades de inversión	2.421	2.275	1.086	2.239	2.135	1.765	1.086	851
IIC de IIC de inversión libre	7	10	8	10	9	8	8	8
IIC de inversión libre	69	72	91	75	77	78	91	93
Fondos de inversión inmobiliaria	2	2	2	2	2	2	2	2
Sociedades de inversión inmobiliaria	3	2	2	2	2	2	2	2
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	279.694,5	324.701,0	311.466,4	316.020,4	302.684,2	299.627,1	311.466,4	322.988,5
Sociedades de inversión	26.564,8	28.049,3	15.468,1	26.710,5	23.307,8	20.687,9	15.468,1	14.675,7
IIC de IIC de inversión libre	652,8	831,0	741,3	889,6	681,3	727,6	741,3	-
IIC de inversión libre	2.912,6	3.543,4	3.431,8	3.543,1	3.288,6	3.279,7	3.431,8	-
Fondos de inversión inmobiliaria	310,8	311,0	314,8	312,5	312,6	313,4	314,8	314,7
Sociedades de inversión inmobiliaria	907,1	913,2	964,2	946,1	950,2	978,1	964,2	967,5

1 Datos disponibles: enero de 2023.

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

IIC extranjeras comercializadas en España¹

CUADRO 3.14

	2020	2021	2022	2021		2022		
				IV	I	II	III	IV
VOLUMEN DE INVERSIÓN² (millones de euros)								
Total	199.419,3	276.231,9	201.058,7	276.231,9	227.194,6	209.314,4	204.425,1	201.058,7
Fondos	27.355,5	36.662,6	27.630,3	36.662,6	32.253,8	30.442,1	29.612,8	27.630,3
Sociedades	172.063,8	239.569,4	173.428,3	239.569,4	194.940,8	178.872,3	174.812,3	173.428,3
N.º DE INVERSORES								
Total	4.312.340	6.073.537	6.412.067	6.073.537	6.120.550	6.377.747	6.510.617	6.412.067
Fondos	592.053	776.206	830.870	776.206	782.936	846.890	872.941	830.870
Sociedades	3.720.287	5.297.331	5.581.197	5.297.331	5.337.614	5.530.857	5.637.676	5.581.197
N.º DE INSTITUCIONES³								
Total	1.048	1.074	1.095	1.074	1.069	1.077	1.082	1.095
Fondos	407	416	426	416	411	412	412	426
Sociedades	641	658	669	658	658	665	670	669
ESTADO DE ORIGEN³								
Luxemburgo	472	501	498	501	497	498	497	498
Francia	225	222	222	222	220	219	219	222
Irlanda	222	231	248	231	232	240	246	248
Alemania	45	50	53	50	50	52	53	53
Reino Unido	23	0	0	0	0	0	0	0
Países Bajos	3	3	3	3	3	3	3	3
Austria	32	33	34	33	33	33	33	34
Bélgica	5	5	3	5	5	3	3	3
Dinamarca	1	1	1	1	1	1	1	1
Finlandia	13	14	14	14	14	14	14	14
Liechtenstein	4	5	4	5	5	5	4	4
Portugal	3	0	6	0	0	0	0	6
Suecia	0	9	9	9	9	9	9	9

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

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

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

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias¹

CUADRO 3.15

	2020	2021	2022	2022				2023
				I	II	III	IV	I ²
FONDOS								
Número	2	2	2	2	2	2	2	2
Participes	483	482	482	482	482	482	482	482
Patrimonio (millones de euros)	310,8	311,0	314,8	312,5	312,6	313,4	314,8	314,7
Rentabilidad (%)	0,47	0,07	1,20	0,47	0,04	0,22	0,47	-0,05
SOCIEDADES								
Número	3	2	1	2	2	2	1	1
Accionistas	315	209	111	209	209	208	111	110
Patrimonio (millones de euros)	907,1	913,2	964,2	946,1	950,2	978,1	964,2	967,5

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

2 Datos disponibles: enero de 2023.

