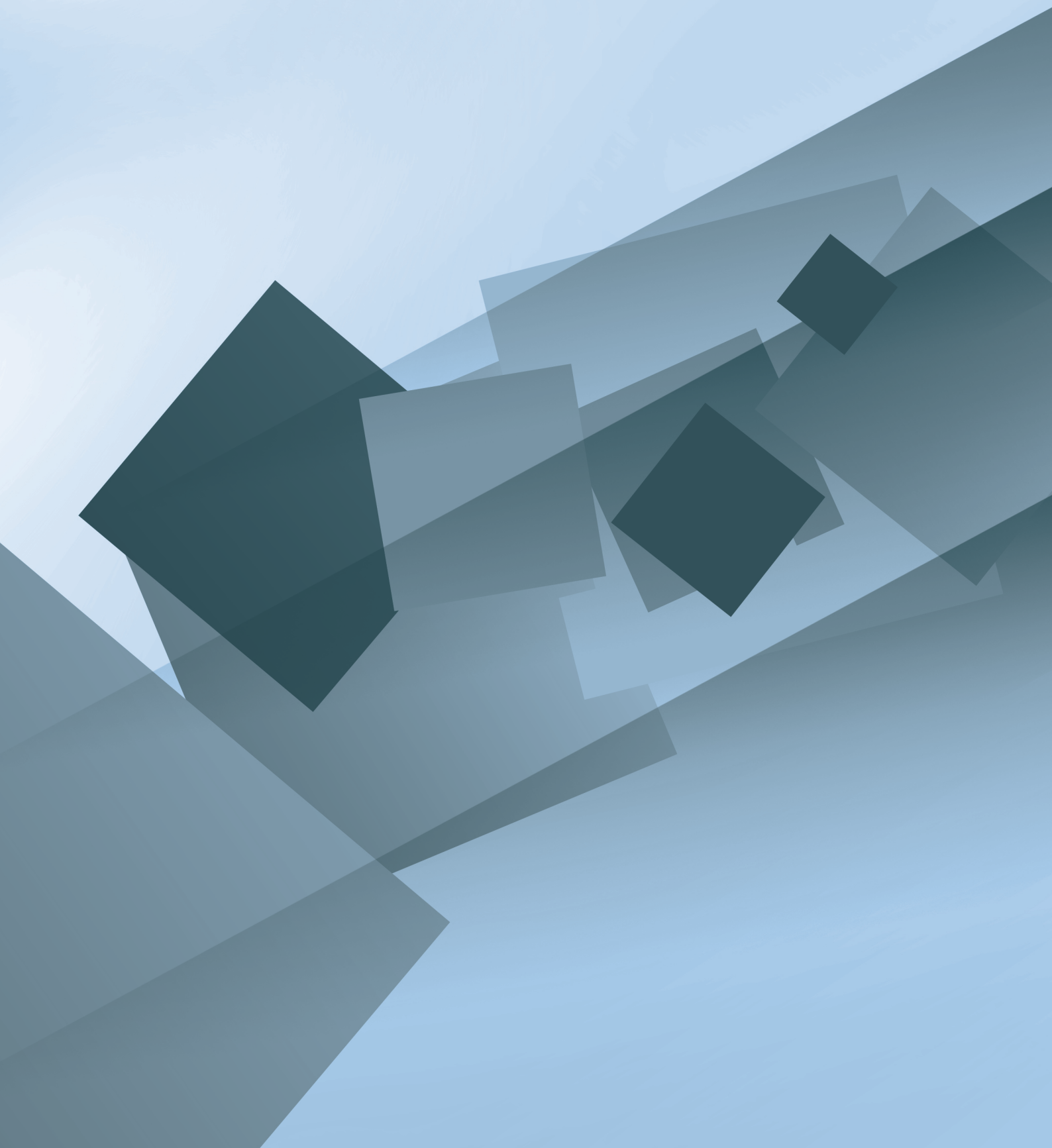




BOLETÍN DE LA CNMV

Octubre 2025



BOLETÍN DE LA CNMV
Octubre 2025

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

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

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

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

ISSN (edición electrónica): 1988-2025

Edición y maquetación: Cálamo y Cran

Índice

I	Informe de coyuntura de mercados (*)	11
II	Informes y análisis	51
	Evolución de las entidades de capital riesgo entre 2013 y 2024	53
	María Dolores Santiago Cañizares y Gema Pedrón Fernández	
	¿Impactan las controversias ASG en el rendimiento de las compañías cotizadas?	91
	Jesús González Redondo y María Isabel Cambón Murcia	
III	Anexo legislativo	119
IV	Anexo estadístico	127

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
ASG	Ambiental, social y de gobernanza
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
CSRD	Directiva sobre información corporativa en materia de sostenibilidad
DCV	Depositorio central de valores
DFI	Documento de datos fundamentales para el inversor
DLT	Tecnología de libros de cuentas distribuidos
DORA	Ley de resiliencia operativa digital
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
EEE	Espacio Económico Europeo
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
FSB	Fondo de Estabilidad Financiera
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
FSAP	Programa de Evaluación del Sector Financiero
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
ICAC	Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas
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
MiCA	Mercados de criptoactivos
MiFID	Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros
MiFIR	Reglamento de Mercados de Instrumentos Financieros
MOU	Acuerdo de colaboración
MREL	Requisitos mínimos para recursos propios y pasivos admisibles
MTS	Sistema organizado para la negociación electrónica de deuda pública española
NIC	Normas internacionales de contabilidad
NIIF	Normas internacionales de información financiera
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
OIS	Permutas de tipos de interés a un día
OPA	Oferta pública de adquisición
OPS	Oferta pública de suscripción de valores
OPV	Oferta pública de venta de valores

OTC	Over the Counter / Extrabursátil
PER	Ratio precio beneficio
PFOF	Pago por flujo de órdenes
PFP	Plataforma de financiación participativa
PIB	Producto interior bruto
PIC	Proveedor de información consolidada
PNB	Producto nacional bruto
PRIIP	Producto de inversión minorista empaquetado
PUI	Préstamo de Última Instancia
PYME	Pequeña y mediana empresa
RAR	Rentabilidad ajustada al riesgo
RENADE	Registro Nacional de los Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero
RFQ	Sistema de negociación por petición
ROA	Rentabilidad sobre activos
ROE	Rentabilidad sobre fondos propios
SAC	Servicio de atención al cliente
SAMMS	Sistema avanzado de monitorización de mercados secundarios
SAREB	Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria
SCR	Sociedad de capital riesgo
SENAF	Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros
SEND	Sistema Electrónico de Negociación de Deuda
SEPBLAC	Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención de Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias
SGC	Sociedad gestora de carteras
SGECR	Sociedad gestora de entidades de capital riesgo
SGEIC	Sociedad gestora de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado
SGFT	Sociedad gestora de fondos de titulización
SGIIC	Sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva
SIBE	Sistema de Interconexión Bursátil Español
SICAV	Sociedad de inversión de capital variable
SICC	Sociedad de inversión colectiva de tipo cerrado
SII	Sociedad de inversión inmobiliaria
SIL	Sociedad de inversión libre
SMN	Sistema multilateral de negociación
SNCE	Sistema Nacional de Compensación Electrónica
SOC	Sistema organizado de contratación
SOCIMI	Sociedad anónima cotizada de inversión en el mercado inmobiliario
SPV/SFV	Vehículo de propósito especial
SREP	Proceso de revisión y evaluación supervisora
STOR	Comunicación de operaciones sospechosas
SV	Sociedad de valores
TAE	Tasa anual equivalente
TER	Gastos operativos de un fondo
TIR	Tasa interna de retorno
TRLMV	Texto refundido de la LMV
T2S	Target2-Securities
UCITS	Institución de inversión colectiva en valores mobiliarios
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria
VAJDM	Valor de ajuste por desviaciones en el precio de mercado
VTD	Valor teórico del derecho
XBRL	Lenguaje extensible de informes de negocios

I Informe de coyuntura de mercados (*)

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

Índice

1	Panorámica general	15
2	Mercados de renta fija	19
2.1	Tipos de interés	19
2.2	Primas de riesgo	27
2.3	Emisiones de deuda y contratación	30
3	Mercados de renta variable	35
3.1	Precios y rentabilidades	35
3.2	Volatilidad	38
3.3	Rentabilidad por dividendo y PER	39
3.4	Contratación, emisiones y liquidez	40
4	Criptoactivos	47

Índice de recuadros

Recuadro 1	El desacoplamiento de las políticas monetarias y su impacto en los mercados	24
Recuadro 2	BME Easy Access: la nueva modalidad de salida a bolsa	43

Índice de gráficos

Gráfico 1	Indicador de estrés de los mercados financieros españoles	17
Gráfico 2	Tipos de interés a 3 meses	20
Gráfico 3	Indicadores del mercado de bonos soberanos a 10 años	22
Gráfico 4	Rentabilidades de la deuda pública española	24
Gráfico 5	Primas de riesgo de crédito de la deuda pública (CDS a 5 años)	27
Gráfico 6	Primas de riesgo de crédito al sector bancario (CDS a 5 años)	28
Gráfico 7	Prima de riesgo de emisores españoles: sector público	29
Gráfico 8	Prima de riesgo de emisores españoles: sector privado	29
Gráfico 9	Emisiones brutas internacionales de renta fija	31
Gráfico 10	Volatilidad histórica de los principales índices bursátiles	39
Gráfico 11	PER de los principales índices bursátiles	40
Gráfico 12	Emisiones internacionales de renta variable	41
Gráfico 13	Capitalización de las principales criptomonedas	48
Gráfico 14	Volatilidad del Bitcoin e índice Fear and Greed respecto al mercado de criptomonedas	48
Gráfico 15	Volúmenes de negociación de las principales criptomonedas	49

Índice de cuadros

Cuadro 1	Síntesis de indicadores financieros	18
Cuadro 2	Tipos de interés a corto plazo	20
Cuadro 3	Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo	21
Cuadro 4	Tipos de interés a corto plazo	23
Cuadro 5	Rentabilidad de la renta fija privada a medio y largo plazo	23
Cuadro 6	Primas de riesgo de la deuda privada	28
Cuadro 7	Emisiones brutas de renta fija privada de emisores españoles	33
Cuadro 8	Rentabilidad de los principales índices bursátiles	36
Cuadro 9	Rentabilidad de los índices y sectores del mercado bursátil español	38
Cuadro 10	Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta	42
Cuadro 11	Emisiones brutas de renta fija privada de emisores españoles	45
Cuadro 12	Contratación de renta variable española admitida en bolsas españolas	46

1 Panorámica general

Los mercados financieros continúan en expansión, a pesar de las incertidumbres y los riesgos que caracterizan el escenario actual. Estos tienen que ver con la prolongación de los riesgos geopolíticos y la inquietud relacionada con la guerra comercial en niveles altos —aunque actualmente menores en ambos casos—, y con las vulnerabilidades en materia fiscal que muestran algunas economías. También existen factores que preocupan, como la expansión del uso de la inteligencia artificial o de los criptoactivos, avances tecnológicos de indudables ventajas, pero que también vienen acompañados de riesgos relevantes que hay que monitorizar. Y todo ello en un contexto de crecimiento económico relativamente modesto en el plano internacional, en el que los bancos centrales protagonizan un cierto desacoplamiento, pues se observan áreas económicas, como la zona euro, con expectativas de pocos cambios a corto plazo, mientras que otras, como EE. UU., parecen haber retomado un proceso de reducción de tipos de interés y, finalmente, áreas como Japón, inmersas en un proceso de subidas. Esta falta de sincronía en las políticas monetarias y, por tanto, en su impacto en los mercados, se trata en un recuadro específico del informe.

Así, los mercados de renta variable, a pesar de haber experimentado algún momento puntual de turbulencias durante este ejercicio, muestran revalorizaciones importantes, que generan la percepción de cierta complacencia. El crecimiento de los precios se observa en la mayor parte de las plazas, tanto de las economías avanzadas como de las emergentes. Las ganancias acumuladas en el año¹, a pesar de las caídas registradas en abril, superan el 12-15 % en casi todos los índices de referencia. Siguen observándose ciertos indicios de sobrevaloración en algunos sectores como el tecnológico, que tiene un peso mayor en índices no europeos. En Europa, buena parte de las revalorizaciones se apoya en el excelente rendimiento del sector bancario, que se está beneficiando de unos niveles de tipos de interés más altos que los observados entre 2009 (tras la crisis financiera global) y 2021 (antes del endurecimiento de la política monetaria). Se observa un aumento notable de la contratación de acciones, también algo más de dinamismo en los mercados primarios y buenas condiciones de liquidez.

Algo relativamente similar ocurre en los mercados de renta fija, pues las primas de riesgo de crédito tanto del sector privado como del sector público continúan mostrando valores muy ajustados. En el ámbito de la deuda corporativa, cabe señalar la evolución de las primas de riesgo de las compañías de peor calidad crediticia, o *high yield*, que se sitúan en 255 puntos básicos (p.b.) en EE. UU. y en 299 p.b.

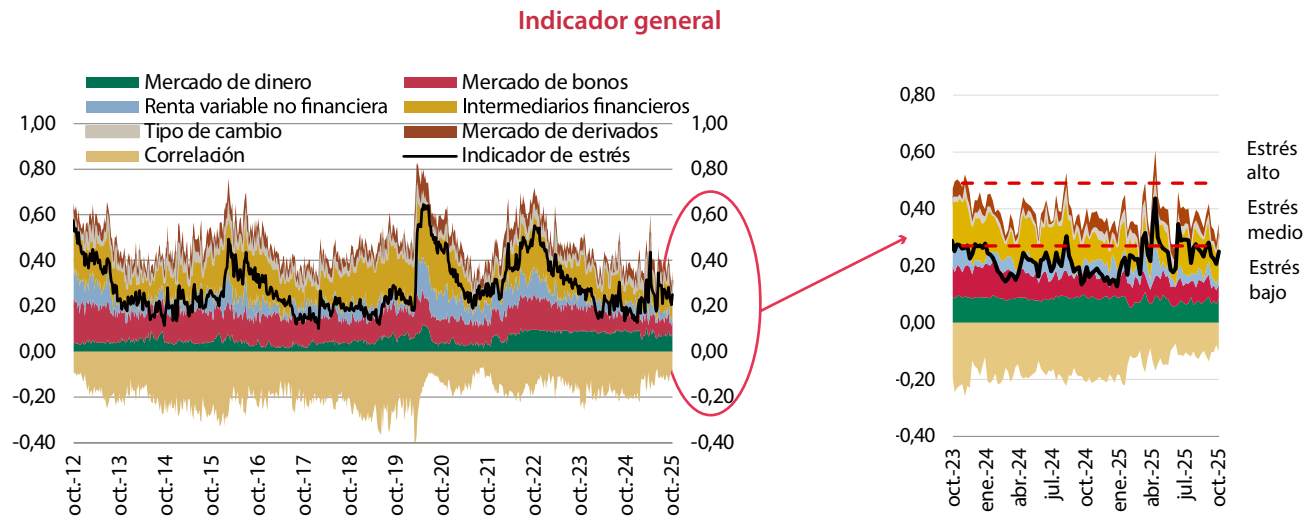
1 La fecha de cierre de este informe es el 30 de septiembre, salvo para algunas informaciones puntuales y para el indicador de estrés (que alcanza el 3 de octubre).

en Europa, niveles bajos y alejados de etapas de crisis anteriores. En el ámbito soberano, y dentro de unos niveles que son reducidos desde un punto de vista histórico, se perciben algunos cambios en economías específicas que ilustran preocupaciones en torno a la sostenibilidad de las finanzas públicas. Este sería el caso de Francia, donde la prima de riesgo de crédito del bono soberano a largo plazo ha escalado progresivamente hasta 82 p.b., casi 30 p.b. por encima de la prima del bono español. Algo similar ocurrió con Italia hace unos años.

La expansión del sector de los criptoactivos, cuya descripción más detallada ha pasado a formar parte de los informes de coyuntura de mercados del boletín desde este año, aporta una dimensión analítica adicional. Una dimensión que empieza a ser cada vez más importante tanto por la expansión de este sector, alentada por la Administración estadounidense, como por la proliferación de activos financieros vinculados a estos activos y su penetración en determinados grupos de inversores. Los datos revelan que la capitalización del sector de los criptoactivos alcanzó un nuevo máximo histórico al cierre del tercer trimestre, de 4 billones de dólares, y que la relevancia de las *stablecoins* dentro de este sector es cada vez mayor, sobre todo en términos de negociación.

En el ámbito doméstico, la evolución de los mercados financieros es similar a la de otros mercados internacionales, aunque se dan ciertas particularidades que merece la pena destacar. Por una parte, la revalorización acumulada en 2025 que se observa en el mercado de renta variable es sensiblemente superior a la de otras plazas, pues se sitúa en el 33,5 % (Ibex 35). Esta revalorización se explica, fundamentalmente, por el rendimiento del sector bancario. Respecto a la participación del inversor minorista en el mercado de acciones, esta continúa en ascenso, alcanzando en lo que va de año un peso del 8,1 % dentro del volumen total de operaciones de compra y del 11,9 % de las operaciones de venta. En el mercado de renta fija, el rendimiento del bono a 10 años y la prima de riesgo soberano han mostrado pocos cambios en el ejercicio: el primero ha subido 19 p.b., hasta el 3,26 %, y la segunda ha descendido 16 p.b., hasta los 55 p.b. (frente al bono alemán). En los mercados primarios de acciones y de renta fija, se observan importes superiores a los de 2024, destacando en esta materia, además, la puesta en marcha de BME Easy Access como nueva modalidad de salida a bolsa, a la que se dedica otro de los recuadros del informe.

Finalmente, el nivel de estrés de los mercados financieros españoles se ha situado casi todo el ejercicio en torno al umbral que separa el nivel de estrés medio del bajo (0,27). El último dato de la serie (3/10) es de 0,25 (véase gráfico 1).



Fuente: CNMV.

Síntesis de indicadores financieros

CUADRO 1

	dic.-24	mar.-25	jun.-25	sep.-25
Tipos de interés a corto plazo¹ (%)				
Tipo de interés oficial	3,00	2,50	2,00	2,00
€STR 3 meses	3,29	2,81	2,27	1,93
€STR 12 meses	3,75	3,47	3,05	2,60
Tipos de cambio²				
Dólar/euro	1,04	1,08	1,17	1,17
Yen/euro	163,10	161,60	169,20	173,80
Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo³				
Alemania				
3 años	2,17	1,90	1,92	2,05
5 años	2,43	2,12	2,13	2,29
10 años	2,78	2,57	2,54	2,71
EE. UU.				
3 años	3,97	3,91	3,86	3,56
5 años	4,04	4,02	3,96	3,67
10 años	4,28	4,43	4,38	4,12
Primas de riesgo de la deuda privada: diferencial respecto a la deuda pública a 10 años³ (p.b.)				
Zona euro				
High yield	376	334	346	299
BBB	101	66	70	49
AAA	61	44	45	35
EE. UU.				
High yield	289	321	294	255
BBB	105	121	119	108
AAA	42	53	50	52
Mercados de renta variable				
Rentabilidad de los principales índices bursátiles internacionales⁴ (%)				
Eurostoxx 50	-2,1	7,2	1,0	4,3
Dow Jones	0,5	-1,3	5,0	5,2
Nikkei	5,2	-10,7	13,7	11,0
Rentabilidad de otros índices (%)				
Merval (Argentina)	49,3	-7,7	-14,7	-11,1
Bovespa (Brasil)	-8,7	8,3	6,6	5,3
Shanghai Comp. (China)	0,5	-0,5	3,3	12,7
BSE (India)	-8,3	-1,9	8,9	-3,6
Mercado bursátil español				
Rentabilidad del Ibex 35 (%)	-2,4	13,3	6,5	10,6
PER del Ibex 35 ⁵	11,4	11,6	12,3	12,4
Volatilidad del Ibex 35 ⁶ (%)	12,3	12,9	16,3	14,1
Contratación en el SIBE ⁷	1.188	1.354	1.654	1.292

Fuente: CNMV, Refinitiv, Bloomberg y Bolsa de Madrid.

1 Promedio mensual de datos diarios. El tipo de interés oficial corresponde al tipo marginal de la facilidad de depósito del último día del periodo.

2 Datos a final del periodo.

3 Promedio mensual de datos diarios. En la zona euro, el diferencial se calcula respecto al bono de deuda pública alemana.

4 Se ofrecen las rentabilidades trimestrales acumuladas en cada periodo.

5 Ratio precio-beneficios (*price/earnings ratio*).

6 Volatilidad implícita. Media aritmética del trimestre.

7 Promedio diario, en millones de euros.

2 Mercados de renta fija

2.1 Tipos de interés

Durante el tercer trimestre de 2025, los tipos de interés a corto plazo tuvieron un comportamiento heterogéneo en las principales economías mundiales. Mientras que por parte del Banco Central Europeo (BCE) se ha puesto freno al proceso de reducción de tipos iniciado a mediados del año pasado, la Reserva Federal de los EE. UU. (FED) realizó el pasado 17 de septiembre una reducción de 25 p.b. en sus tipos oficiales y se espera que haya más en el futuro con el fin de impulsar la economía estadounidense. Tras estas últimas decisiones, el diferencial de los tipos de interés a 3 meses entre EE. UU. y la zona euro cerró el tercer trimestre en 242 p.b., 27 p.b. menos que a mediados de año (véase gráfico 2).

En su última reunión, producida el pasado 11 de septiembre, el BCE decidió no aplicar ningún cambio en su política monetaria², como se indicó previamente. Así, los tipos oficiales al cierre del tercer trimestre de 2024 se sitúan en el 2,15 % para las operaciones principales de financiación, en el 2,00 % para la facilidad marginal de depósito y en el 2,40 % para la de crédito (1 punto porcentual menos en relación con el cierre de 2024). En consonancia con las reducciones de tipos efectuadas en 2025, los tipos de interés a 3 meses³ en la zona euro han descendido 128 p.b. desde principios de año, situándose en el 1,93 % a finales de septiembre.

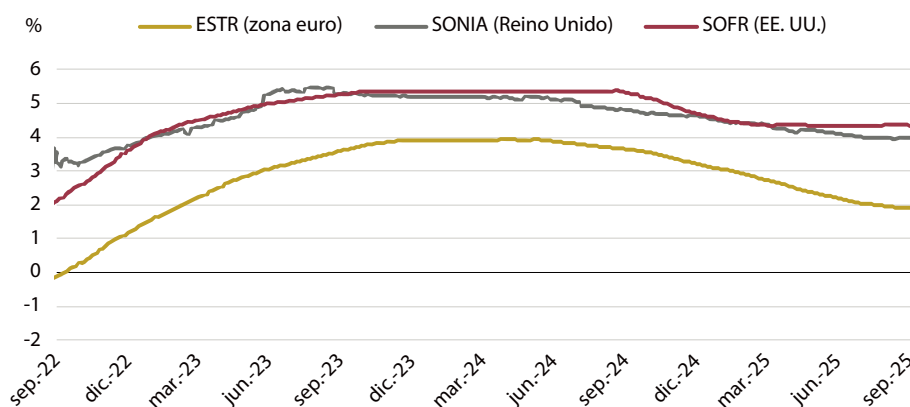
En EE. UU., los tipos de interés a 3 meses se mantuvieron estables durante el último trimestre, que se cerró en el 4,35 %, en línea con el tono de la política monetaria en la primera parte de 2025. No fue hasta mediados de septiembre cuando la autoridad monetaria, basándose en los últimos reportes sobre crecimiento económico y empleo, decidió reducir el rango objetivo de los fondos federales desde el 4,25-4,50 % hasta el 4,00-4,25 %. Los pronósticos apuntan a nuevos descensos en los tipos de interés en un contexto en el que la independencia de la autoridad monetaria está siendo cuestionada.

2 En cuanto a los programas de compra realizados por el BCE, el tamaño de la cartera APP (Asset Purchase Programme) y PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) continúa disminuyendo al ritmo esperado una vez detenidas las reinversiones de los principales.

3 Tipos €STR.

Tipos de interés a 3 meses

GRÁFICO 2



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

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 2

%	dic.-21	dic.-22	dic.-23	dic.-24	dic.-24	mar.-25	jun.-25	sep.-25
Zona euro								
Oficial ²	0,00	2,50	4,50	3,00	3,00	2,50	2,00	2,00
3 meses	-0,58	2,07	3,90	3,29	3,29	2,81	2,27	1,93
6 meses	-0,54	2,57	3,73	3,50	3,50	3,06	2,55	2,11
12 meses	-0,50	3,03	3,16	3,75	3,75	3,47	3,05	2,60
EE. UU.								
Oficial	0,25	4,50	5,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,25
3 meses	0,21	4,74	5,35	4,78	4,78	4,38	4,34	4,36
6 meses	0,31	5,16	5,33	5,10	5,10	4,61	4,38	4,38
12 meses	0,52	5,47	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Reino Unido³								
Oficial	0,25	3,50	5,25	4,75	4,75	4,50	4,25	4,00
3 meses	0,16	3,78	5,22	4,64	4,64	4,39	4,15	3,97
6 meses	0,36	4,30	5,19	4,56	4,56	4,31	4,06	3,93
12 meses	0,72	4,39	4,93	4,42	4,42	4,20	3,90	3,85
China⁴								
Oficial	3,80	3,65	3,45	3,10	3,10	3,10	3,00	3,00
3 meses	2,49	2,32	2,57	1,73	1,73	1,97	1,64	1,56
6 meses	2,59	2,42	2,60	1,74	1,74	1,98	1,65	1,62
12 meses	2,74	2,55	2,62	1,76	1,76	1,97	1,68	1,67

Fuente: Refinitiv Datastream.

- 1 Promedio mensual de datos diarios, excepto los tipos oficiales, que corresponden al último día del periodo. Desde 2023 contiene las referencias recomendadas como alternativa al Libor: en la zona euro, los tipos €STR; en EE. UU., los SOFR, y en el Reino Unido, la referencia SONIA. Datos hasta el 30 de septiembre.
- 2 El tipo de referencia de la política monetaria en la zona euro pasó a ser, desde marzo de 2024, el tipo de facilidad de depósito.
- 3 También se ha incluido la referencia SONIA a 12 meses en el dato de diciembre de 2022 debido a la finalización del LIBOR en libras a este plazo.
- 4 El tipo de referencia utilizado es el SHIBOR para los plazos a 3, 6 y 12 meses.

En los plazos más largos, los rendimientos de la deuda soberana a 10 años registraron un ligero repunte durante el último trimestre, especialmente en los mercados europeos. Este comportamiento responde, en general, a la incertidumbre existente en torno al riesgo soberano en varias jurisdicciones, debido a la falta de ambición en los planes de consolidación fiscal, así como al impacto de las decisiones de gasto en materia de defensa. Dentro de la zona euro, las variaciones trimestrales fueron de entre 3 y 26 p.b. en la mayoría de los países. En contraste, en EE. UU. se observó un leve descenso del rendimiento del bono soberano a 10 años, de 8 p.b., hasta situarse en el 4,15 %.

En el conjunto del año, la evolución de los rendimientos soberanos reafirma la tendencia observada en el tercer trimestre, con incrementos en los países de la zona euro y en el Reino Unido, y descensos en EE. UU. En la zona euro, los tipos de interés de la deuda soberana a largo plazo han registrado aumentos en el ejercicio de entre 4 p.b. y 35 p.b. en la mayoría de los países. Este rango ha estado definido en su extremo inferior por Italia y en el superior, por Francia y Alemania. En el Reino Unido también se ha registrado un incremento, de 13 p.b. Por su parte, en EE. UU. el rendimiento a 10 años ha disminuido en 43 p.b.

Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo¹

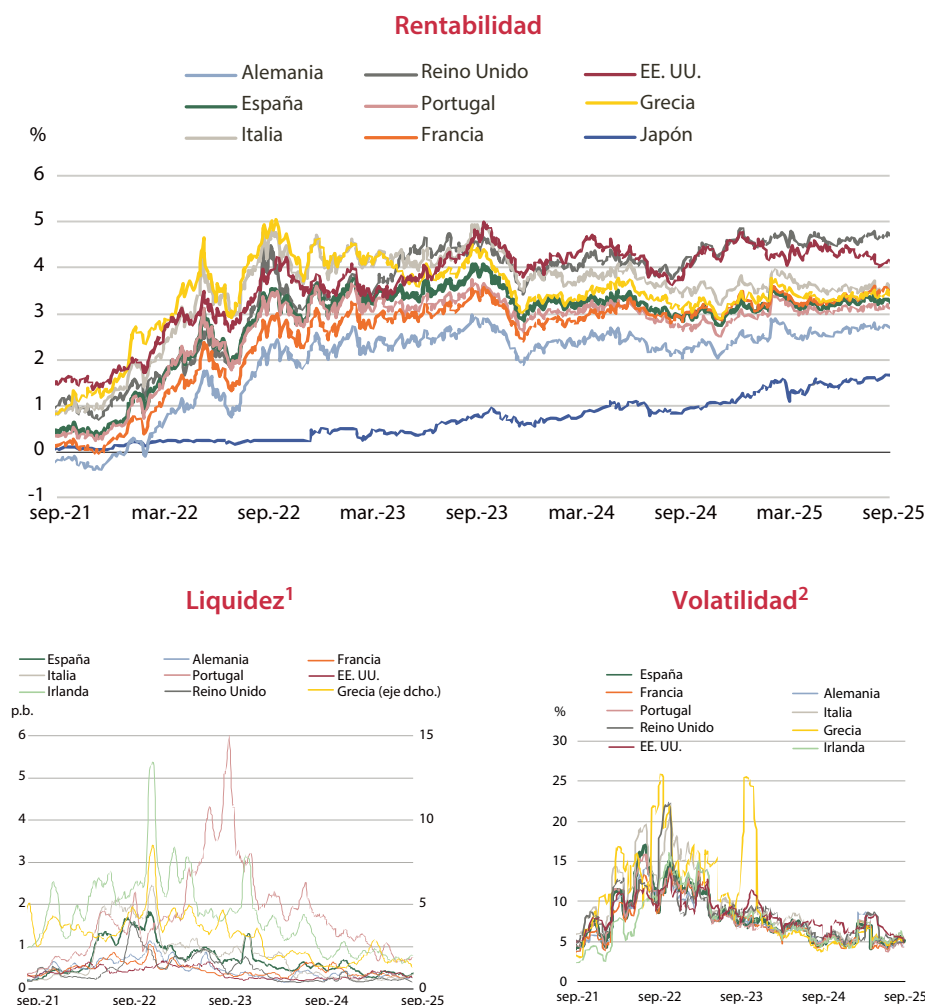
CUADRO 3

%

	dic.-21	dic.-22	dic.-23	dic.-24	dic.-24	mar.-25	jun.-25	sep.-25
Alemania								
3 años	-0,72	2,23	2,44	1,94	1,94	2,17	1,92	2,05
5 años	-0,56	2,16	2,06	2,05	2,05	2,43	2,13	2,29
10 años	-0,31	2,13	2,11	2,22	2,22	2,78	2,54	2,71
EE. UU.								
3 años	0,95	4,05	4,19	4,23	4,23	3,97	3,86	3,56
5 años	1,23	3,77	4,00	4,26	4,26	4,04	3,96	3,67
10 años	1,46	3,62	4,01	4,40	4,40	4,28	4,38	4,12
Reino Unido								
3 años	0,61	3,37	3,92	4,13	4,13	4,21	3,92	3,96
5 años	0,67	3,41	3,77	4,26	4,26	4,31	4,05	4,11
10 años	0,83	3,38	3,77	4,44	4,44	4,67	4,55	4,69
China								
3 años	2,58	2,51	2,42	1,20	1,20	1,48	1,28	1,31
5 años	2,72	2,69	2,52	1,46	1,46	1,63	1,46	1,52
10 años	2,94	2,97	2,67	1,81	1,81	1,75	1,58	1,71

Fuente: Refinitiv Datastream.

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



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

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

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

En España, los rendimientos de la deuda pública y privada a corto plazo han registrado descensos a lo largo de 2025, en línea con la orientación de la política monetaria del BCE durante la primera mitad del año. En septiembre, el rendimiento medio mensual de las Letras del Tesoro a 3, 6 y 12 meses se situó en el 1,90 %, el 1,98 % y el 1,97 %, respectivamente. Estas cifras apenas difieren de las observadas el trimestre anterior —con subidas de 2, 10 y 6 puntos básicos—, pero sí suponen un cambio de mayor relevancia respecto al cierre del ejercicio anterior, con descensos de 67 p.b., 53 p.b. y 21 p.b., respectivamente. En el ámbito de la deuda privada a corto plazo, la tendencia observada fue similar, con descensos en el año superiores a los de la deuda pública, comprendidos entre 46 p.b. y 156 p.b.

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 4

%

	dic.-21	dic.-22	dic.-23	dic.-24	dic.-24	mar.-25	jun.-25	sep.-25
Letras del Tesoro								
3 meses	-0,77	1,49	3,56	2,57	2,57	2,32	1,88	1,90
6 meses	-0,63	2,16	3,57	2,51	2,51	2,27	1,88	1,98
12 meses	-0,60	2,47	3,28	2,18	2,18	2,21	1,91	1,97
Pagarés de empresa²								
3 meses	0,38	2,27	4,24	2,97	2,97	2,61	2,08	2,10
6 meses	0,50	0,98	5,21	3,73	3,73	2,55	3,34	2,17
12 meses	0,81	1,46	4,06	2,61	2,61	2,56	2,11	2,15

Fuente: Refinitiv Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Tipo de interés de emisión.

Los tipos de interés de la deuda pública a medio y largo plazo registraron ligeras subidas durante el último trimestre y muestran un balance algo más heterogéneo en el conjunto del año, en el que destaca el incremento del rendimiento de la deuda a más largo plazo. En septiembre, el rendimiento medio mensual de los bonos del Estado a 3, 5 y 10 años se situó en el 2,23 %, el 2,57 % y el 3,27 %, respectivamente, lo que supone aumentos respecto a junio de entre 8 p.b. en el tramo a 3 años y 11 p.b. en el de 5 años. En el conjunto del año, se aprecian descensos de 7 p.b. en el rendimiento del bono a 3 años y aumentos de hasta 37 p.b. en la deuda a 10 años. Este comportamiento, caracterizado por descensos en los tramos más cortos y repuntes en los más largos, ha dado lugar a una cierta normalización de la pendiente de la curva de tipos (véase panel inferior del gráfico 4).

En lo que respecta a la deuda privada a largo plazo, los datos de septiembre revelan caídas tanto en el trimestre como en el conjunto del año en todos los vencimientos. Así, la rentabilidad media mensual de estos activos se situó en septiembre en el 2,59 %, el 2,58 % y el 2,86 % para los plazos a 3, 5 y 10 años, respectivamente. Estos valores representan reducciones de entre 14 p.b. y 50 p.b. en comparación con junio y de entre 46 p.b. y 71 p.b. respecto a diciembre del ejercicio anterior.

Rentabilidad de la renta fija privada a medio y largo plazo¹

CUADRO 5

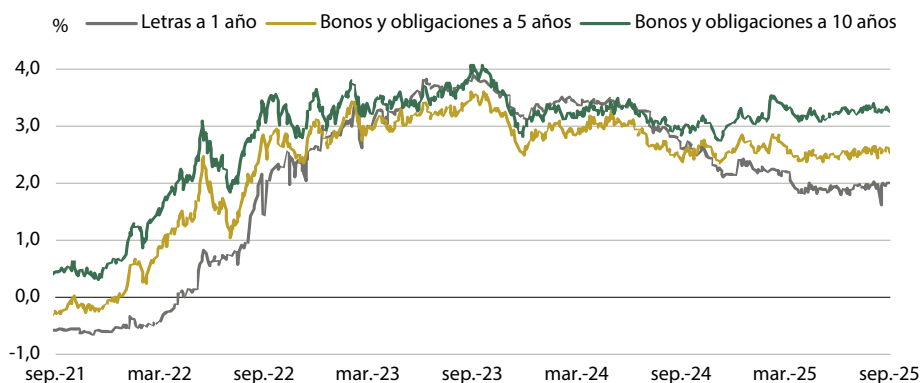
%

	dic.-21	dic.-22	dic.-23	dic.-24	dic.-24	mar.-25	jun.-25	sep.-25
Renta fija pública								
3 años	-0,46	2,54	2,75	2,30	2,30	2,44	2,15	2,23
5 años	-0,18	2,71	2,76	2,47	2,47	2,73	2,46	2,57
10 años	0,42	3,12	3,12	2,90	2,90	3,39	3,17	3,27
Renta fija privada								
3 años	0,12	3,07	3,96	3,05	3,05	3,03	2,73	2,59
5 años	0,13	2,93	4,16	3,29	3,29	3,42	3,08	2,58
10 años	0,56	3,11	4,16	3,48	3,48	3,67	3,31	2,86

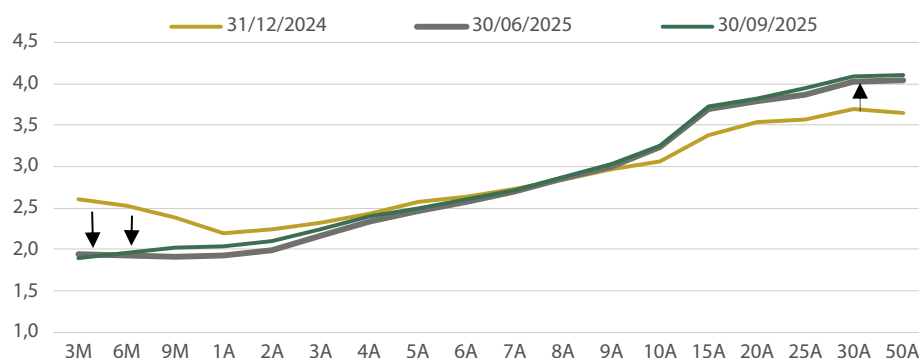
Fuente: Refinitiv Datastream, Refinitiv Eikon y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

Tipos a 1, 5 y 10 años



Curva de tipos



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

El desacoplamiento de las políticas monetarias y su impacto en los mercados

RECUADRO 1

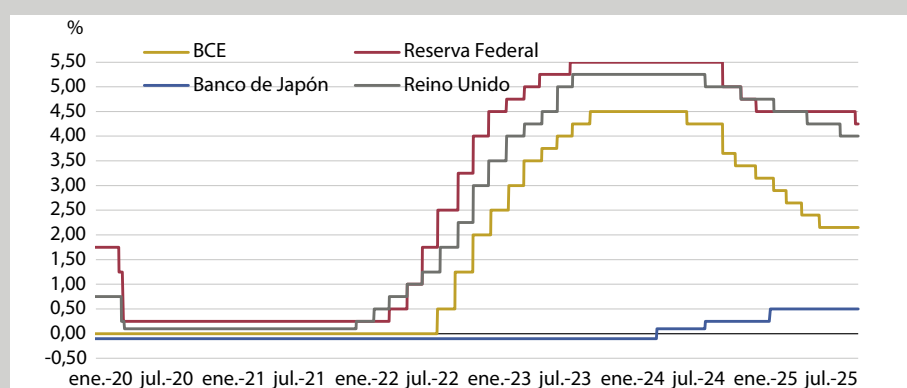
La distinta evolución del ciclo económico entre Europa, EE. UU. y Japón, con un perfil de crecimiento y evolución del mercado laboral e inflación —incluidas sus expectativas— heterogéneo, ha llevado al desacoplamiento de las políticas monetarias de sus bancos centrales como principal catalizador de esta divergencia y sus efectos se han extendido tanto a lo largo de los mercados de divisas como de capitales.

Como refleja el gráfico R1.1, la aparición de tensiones inflacionistas tras la pandemia del COVID y el estallido de la guerra en Ucrania obligó a los bancos centrales a endurecer sus políticas monetarias¹ para contener el alza de precios², lo que, a su vez, tuvo efectos en forma de deterioro del crecimiento económico. En este contexto, al contrario de lo que había sucedido anteriormente cuando era la Reserva Federal la que marcaba la tendencia a seguir por otros bancos centrales en el ritmo y la intensidad del endurecimiento de la política monetaria, en el último ejercicio la evolución ha sido diferente. En este periodo más reciente ha sido el Banco Central Europeo (BCE) el que ha tomado el relevo, liderando las rebajas de tipos al adoptar las primeras decisiones al amparo del apoyo a una economía europea debilitada.

Así, durante un periodo aproximado de un año (entre mediados de 2024 y junio de 2025) el BCE ha acometido sucesivos recortes de tipos³ —con el objetivo de estimular la economía— hasta situarlos en terreno neutral, conforme la inflación daba señales de normalización y se acercaba a su nivel objetivo. Por su parte, la Reserva Federal, que hizo varios recortes en el segundo semestre de 2024, no realizó ningún movimiento de tipos durante un periodo largo (de nueve meses), en un entorno de tensiones geoeconómicas y comerciales crecientes, así como de renovados temores a presiones inflacionistas. Este periodo finalizó en septiembre, cuando decidió retomar el proceso de descenso⁴.

Tipos de referencia de los principales bancos centrales

GRÁFICO R1.1



Fuente: LSEG y elaboración propia.

Una visión tanto retrospectiva como prospectiva de las decisiones de los bancos centrales refleja un cierto desacoplamiento de las políticas monetarias, pues no solo se adelantó el BCE en el proceso de relajación monetaria en estos meses pasados, sino que las expectativas acentúan aún más esta divergencia, tanto entre el BCE y la Reserva Federal como con respecto al Banco de Japón, que se encuentra en un proceso de subida de tipos de interés. Así, la última reunión de septiembre del BCE se saldó sin cambios y los responsables de la autoridad monetaria europea señalaron que se encuentran cómodos en los niveles actuales, con las perspectivas de inflación bien ancladas en torno a su objetivo (2 %), por lo que solo se esperan nuevos cambios si la inflación se aleja de este, los aranceles impactan en el crecimiento más de lo esperado o el previsible impacto positivo de los estímulos fiscales en la actividad se retrasa. En el caso de EE. UU., la Reserva Federal, como se ha indicado previamente, retomó en septiembre los recortes de tipos con una discreta rebaja de 25 puntos básicos (hasta el rango del 4-4,25 %) y los responsables de la institución anticipan 2 recortes adicionales de cuantía limitada en 2025, condicionados por la evolución de la inflación —que muestra tensiones al alza— y el mercado laboral. La Administración del país está ejerciendo una presión sustancial sobre la institución monetaria para que los recortes sean mucho más abultados.

Por su parte, el Banco de Inglaterra también comenzó en agosto de 2024⁵ una bajada gradual de tipos, pero en su última reunión de septiembre los ha mantenido sin cambios en el 4 %, debido a las dificultades para rebajar la inflación⁶

en un contexto de débil crecimiento. No se esperan cambios en los próximos meses mientras persistan las tensiones en los precios. Asimismo, el Banco de Japón también mantuvo recientemente los suyos en el 0,5 %, si bien entre 2024 y principios de 2025 aprobó 2 subidas de tipos para combatir la inflación⁷.

Las perspectivas a corto plazo de este escenario de políticas monetarias divergentes dependerán, en gran medida, del comportamiento de la inflación —que podría repuntar al alza debido a las tensiones geoeconómicas y comerciales crecientes—, de la necesidad de apuntalar el crecimiento económico en aquellas regiones donde es más débil y, en algunos casos, de la evolución del mercado laboral. En cuanto a los mercados, aunque la tendencia de fondo de cierta relajación de las políticas monetarias ha favorecido el alza de las bolsas, sus perspectivas dependerán, más que de recortes de tipos adicionales, de un cambio inesperado en las expectativas de dichas políticas monetarias y, sobre todo, del crecimiento de la actividad y la evolución de los beneficios empresariales, en un contexto de valoraciones actuales muy exigentes, que en algunos sectores y compañías podrían no responder estrictamente a sus fundamentos. Aun así, los sectores más vinculados al coste de la financiación como el inmobiliario, los servicios públicos (*utilities*) la construcción, los bienes de consumo e, incluso, la tecnología, así como los valores de reducida capitalización (*small caps*) podrían verse beneficiados por una mayor relajación de la política monetaria, mientras que sectores como el financiero podrían acusar las expectativas de unos tipos más bajos.

Por su parte, en los mercados de deuda, el comportamiento puede ser mixto, con leves retrocesos de tipos en el tramo corto de la curva al amparo de nuevos recortes adicionales de tipos, pero sin apenas cambios o incluso con ligeras alzas en los tramos más largos de la curva, que siguen muy atentos a un posible repunte de la inflación, a la disciplina fiscal de numerosas regiones —donde los niveles tanto de deuda como de déficit público siguen siendo muy elevados y apenas hay señales de consolidación—, y al mantenimiento de la independencia de la propia Reserva Federal. Asimismo, el rendimiento de algunos activos —especialmente los denominados en dólares— podrían acusar la volatilidad de los tipos de cambio.

1 El BCE acumuló 10 subidas de tipos desde julio de 2022 hasta septiembre de 2023, cuando los situó en el 4,25 %, mientras que la Reserva Federal incrementó los suyos 11 veces entre marzo de 2022 y julio de 2023, cuando se situaron en un rango del 5,25-5,5 %.

2 La inflación de la zona euro se incrementó desde el 5,1 % en enero de 2022 hasta alcanzar un máximo del 10,6 % en octubre del mismo año, para posteriormente descender gradualmente hasta el 2,9 % en diciembre de 2023. En el caso de EE. UU., los precios crecieron desde el 7,5 % en enero de 2022 hasta un máximo del 9,1 % en junio del mismo ejercicio, para luego descender hasta el 3,4 % al cierre de 2023.

3 El BCE ha realizado 8 recortes de tipos desde junio de 2024 hasta situarlos en el 2,15 % actual.

4 La Reserva Federal realizó 3 recortes de tipos en el año 2024, hasta situarlos en el rango del 4,25-4,5 %. Posteriormente, tras 9 meses sin cambios, en septiembre de 2025, los rebajó hasta el rango del 4-4,25 %.

5 El Banco de Inglaterra ha recortado 5 veces sus tipos desde agosto de 2024, cuando se situaban en el 5,25 %.

6 La tasa de inflación se situó en el 3,8 % en agosto, casi el doble del objetivo de inflación del 2 %.

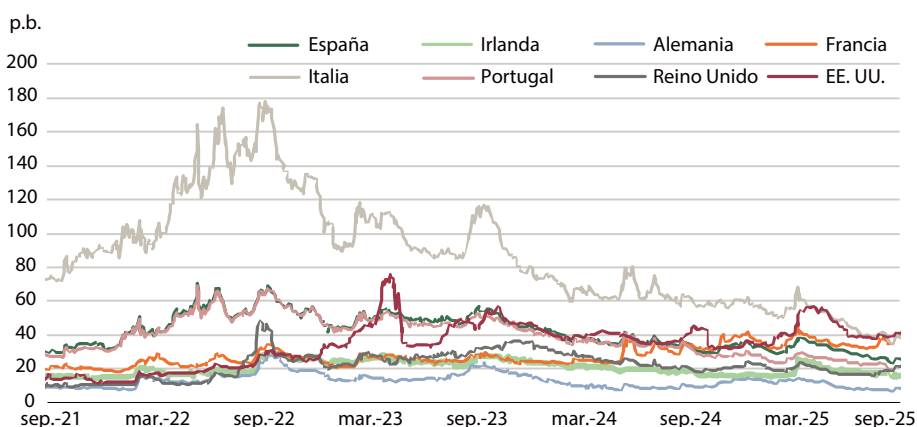
7 La inflación se moderó en agosto hasta el 2,7 %, aunque durante casi todo el ejercicio 2025 se ha mantenido por encima del 3 %.

2.2 Primas de riesgo

Las primas de riesgo de crédito soberano de las economías avanzadas, analizadas a partir de los contratos CDS (*credit default swap*) a 5 años, muestran variaciones muy leves tanto en el último trimestre como en el conjunto del año. Como se observa en el gráfico 5, tras el repunte observado en el mes de abril, la tendencia de este indicador ha sido a la baja. En el balance anual cabe destacar el alza en EE. UU. (8,1 p.b.) y los descensos en otras jurisdicciones como China, Italia e Irlanda, de 27,7 p.b., 21,9 p.b. y 19,2 p.b., respectivamente. En el caso de España, la bajada anual fue de 9,5 p.b. En Francia, la prima de riesgo de crédito soberano, evaluada tanto a través de estos CDS como del diferencial con la deuda alemana, ha mostrado oscilaciones en el año que responden a los problemas políticos del país y a la incertidumbre sobre la consolidación de sus cuentas públicas, pero siempre en niveles notablemente superiores⁴ a los de junio de 2024, cuando comenzaron estas dudas.

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

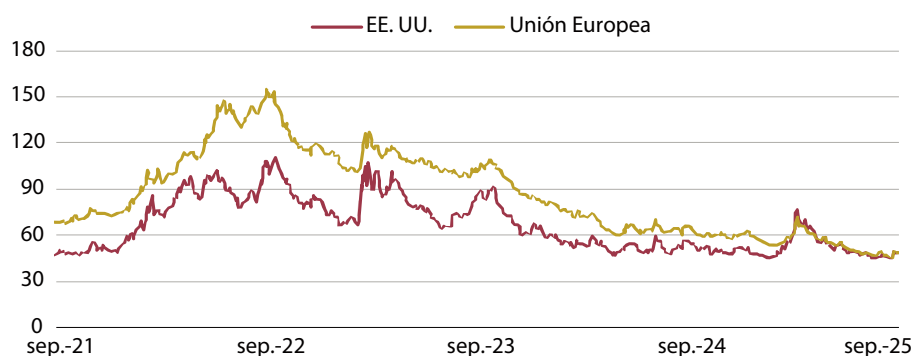
GRÁFICO 5



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

Por su parte, las primas de riesgo del sector bancario han seguido una trayectoria similar a la de la deuda pública en 2025. Como se puede observar en el gráfico 6, ambas han descendido tras el repunte de abril, con más intensidad en Europa.

4 Entre 20 y 30 p.b. dependiendo del indicador que se observe.



Fuente: Refinitiv Datastream, índices elaborados por CMA. Datos hasta el 30 de septiembre.

Las primas de riesgo de crédito en los mercados de renta fija privada experimentaron descensos generalizados en el tercer trimestre, tanto en la zona euro como en EE. UU. La compresión de las primas de riesgo en el ámbito privado podría denotar una cierta complacencia del mercado o una infravaloración de los riesgos existentes. En los segmentos de mayor riesgo (*high yield*), los diferenciales frente a la deuda pública a 10 años se redujeron en torno a 50 p.b. en la zona euro y a 40 p.b. en EE. UU., situándose en 299 p.b. y 255 p.b., respectivamente, al cierre de septiembre. En los activos con calificación BBB, los descensos fueron más moderados, con primas de 49 p.b. en la zona euro y 108 p.b. en EE. UU. En los activos de máxima calidad crediticia (AAA) se registraron evoluciones divergentes: mientras que las primas de riesgo en la zona euro descendieron 10 p.b., hasta 35 p.b., las correspondientes a EE. UU. aumentaron en 2 p.b., alcanzando 52 p.b., en promedio, durante el mes de septiembre.

Primas de riesgo de la deuda privada¹

CUADRO 6

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

	dic.-21	dic.-22	dic.-23	dic.-24	dic.-24	mar.-25	jun.-25	sep.-25
Zona euro²								
<i>High yield</i>	416	594	549	376	376	334	346	299
BBB	90	217	185	101	101	66	70	49
AAA	52	65	82	65	61	44	45	35
EE. UU.								
<i>High yield</i>	294	498	392	289	289	321	294	255
BBB	128	184	137	105	105	121	119	108
AAA	65	78	57	42	42	53	50	52

Fuente: Refinitiv Datastream y Bloomberg.

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

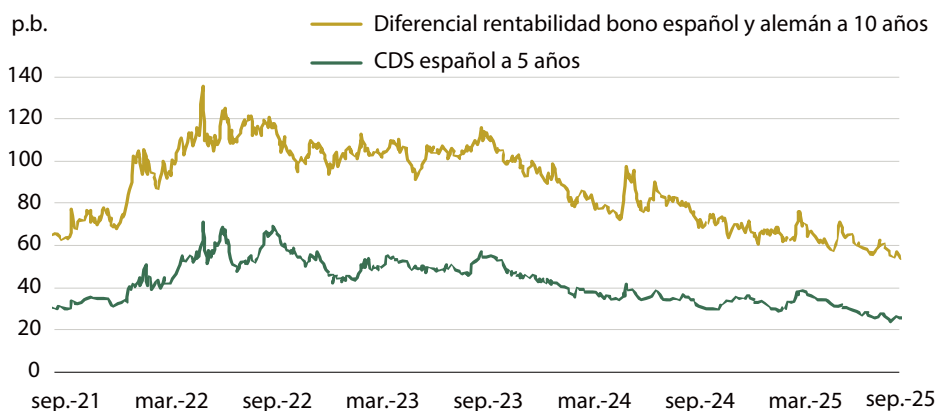
2 Diferencial respecto al bono alemán.

En España, la prima de riesgo soberano ha seguido una trayectoria decreciente a lo largo de 2025, de modo algo irregular y en sintonía con algunas economías europeas. De esta manera, la prima, medida como el diferencial entre el

rendimiento de la deuda pública a 10 años y el de la deuda soberana alemana al mismo plazo, registraba un valor de 55,8 p.b. al finalizar el mes de septiembre, 8,9 p.b. por debajo del valor registrado al comienzo del trimestre y 15,9 p.b. menos que al comienzo del año.

Prima de riesgo de emisores españoles: sector público

GRÁFICO 7

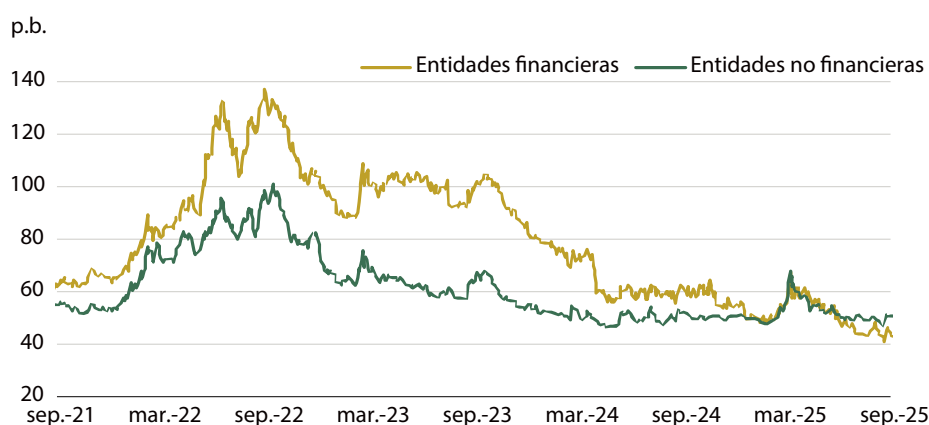


Fuente: Refinitv Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 30 de septiembre.

Las primas de riesgo de los subsectores privados españoles experimentaron ligeros descensos en el tercer trimestre del año, más notables en el caso de las entidades financieras. De hecho, la buena evolución de estas entidades (que, en parte, refleja los efectos positivos en el negocio de unos tipos de interés más altos) ha hecho que la prima de riesgo de este sector se haya situado por debajo de la prima estimada para el sector no financiero, algo que no suele ser habitual, como se observa en el gráfico 8.

Prima de riesgo de emisores españoles: sector privado¹

GRÁFICO 8



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

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

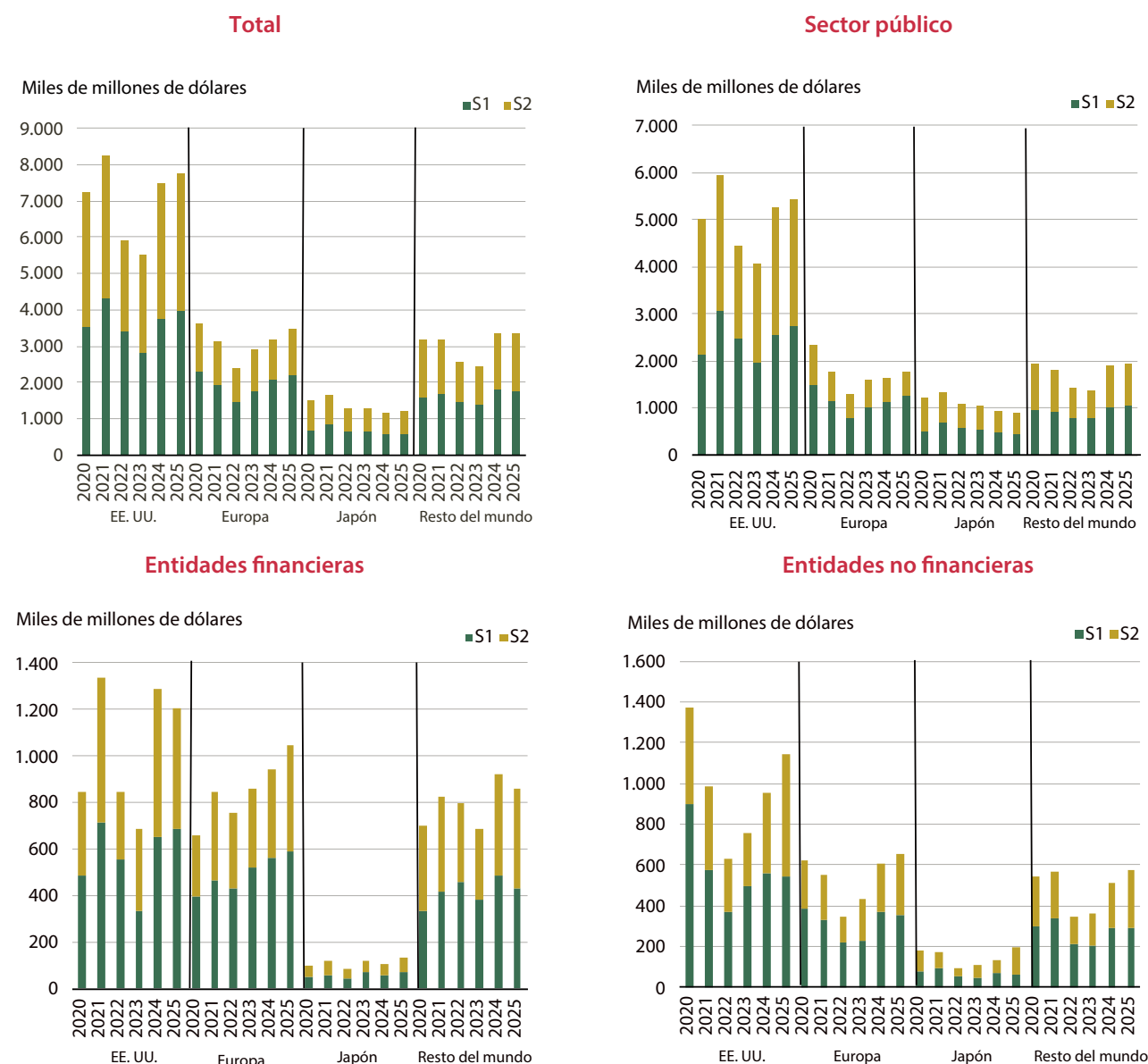
2.3 Emisiones de deuda y contratación

Las emisiones brutas de deuda a largo plazo efectuadas en los mercados internacionales desde principios de año hasta finales de septiembre aumentaron ligeramente respecto al ejercicio anterior (un 1,2 %), hasta situarse en 12,2 billones de dólares⁵. Estas cifras muestran unos niveles de emisión, tanto brutos como netos, similares a los del año pasado. También se observa similitud en la evolución entre sectores, pues tanto el sector público como el privado mostraron cifras cercanas a las del ejercicio previo. Así, las emisiones brutas de deuda soberana aumentaron un 2,1 % con respecto a los primeros 9 meses de 2025, hasta los 7,8 billones de dólares. Este incremento proviene principalmente de EE. UU. (4,5 %) y Europa (3,0 %). Por su parte, las emisiones del sector financiero descendieron un 2,9 % en 2025, debido a la evolución de EE. UU. (-4,2 %) y el resto del mundo fuera de Europa y Japón (-10,8 %). En Europa estas emisiones aumentaron un 4,2 %, hasta los 816.922 millones de dólares. Finalmente, el sector privado no financiero registró un incremento de las emisiones de deuda de un 3,2 % respecto a 2024. En EE. UU., Europa y Japón estas subidas fueron del 3,0 %, el 0,7 % y el 12,9 %, respectivamente.

Por regiones la situación fue parecida, con variaciones similares entre la economía estadounidense y la europea. En EE. UU. se registró un volumen de emisiones por importe de 5,8 billones de dólares hasta septiembre, un 2,8 % más en términos interanuales, mientras que en Europa se emitieron 2,8 billones de dólares, un 2,9 % más.

En el plano nacional, las emisiones de renta fija de los emisores españoles entre enero y septiembre también fueron algo superiores a las del mismo periodo del año pasado, gracias al avance de las efectuadas en los mercados domésticos y a pesar del retroceso de las realizadas en el exterior. Este comportamiento, que difiere del observado desde hace varios años, se explica por el crecimiento de activos muy concretos como las cédulas hipotecarias y los pagarés que, junto con los bonos de titulización, son las tipologías de activos de renta fija que se emiten o admiten en España con más frecuencia.

5 Las emisiones netas de deuda descendieron un 2,1 % interanualmente (3,51 billones de dólares).



Fuente: Dealogic. Datos semestrales hasta el 30 de septiembre. Los datos correspondientes a los meses faltantes de 2024 han sido semestralizados.

Las cifras de las emisiones de renta fija efectuadas por parte de los emisores españoles son las siguientes: el importe acumulado hasta septiembre se situó en 138.500 millones de euros, un 1,3 % más que en el mismo periodo de 2024. El avance —como se ha indicado anteriormente— se explica por el dinamismo de las emisiones efectuadas en España, que se situaron en 68.772 millones de euros, un 41,6 % más que en 2024 (57.817 millones en AIAF⁶ y 10.995 millones en el MARF⁷).

6 AIAF es el mercado de referencia de la renta fija en España para valores de deuda pública y corporativa. Forma parte de BME, la sociedad que gestiona la infraestructura de los mercados financieros españoles. <https://www.bolsasymercados.es/bme-exchange/es/Como-Cotizar/Renta-Fija/AIAF>

7 El mercado alternativo de renta fija (MARF) está gestionado por BME y se ha desarrollado específicamente para promover la financiación de medianas empresas mediante la emisión de valores de renta fija. <https://www.bolsasymercados.es/bme-exchange/es/Como-Cotizar/Renta-Fija/MARF>

Las admisiones en AIAF se incrementaron de forma notable, en gran medida por el avance de las cédulas hipotecarias, cuyo importe ascendió a 25.000 millones en el año (casi 3 veces más que en 2024). También aumentó de forma importante la emisión de pagarés, que, entre enero y septiembre, fue de 14.040 millones, un 47,4 % más que en 2024. Por el contrario, los bonos y obligaciones simples fueron los únicos activos que bajaron sus niveles de emisión (-6,5 %).

Las emisiones admitidas en el MARF hasta septiembre alcanzaron un importe de 10.955 millones de euros, un 4,5 % menos que en el mismo periodo de 2024 (11.470 millones). Cabe destacar el aumento en el volumen de emisiones de bonos y obligaciones no convertibles, que hizo descender el peso de los pagarés en el total de este mercado del 98 % al 89 %.

Las emisiones de deuda realizadas por los emisores españoles en el exterior durante el tercer trimestre (julio y agosto) fueron cercanas a 19.158 millones de euros, importe que asciende a 69.749 millones en el acumulado del año. Este último resulta un 21,7 % inferior a la cifra registrada en el mismo periodo del ejercicio anterior y se explica, sobre todo, por el retroceso de las emisiones de bonos y obligaciones (-22,5 %). Por otro lado, el volumen de emisiones de participaciones preferentes aumentó significativamente en 2025, suponiendo un 42,1 % más que en el año pasado.

El importe de las emisiones de deuda con criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) de los emisores españoles del sector privado se situó en 3.334 millones en el tercer trimestre del año, por encima de las de 2024 (3.129 millones en el mismo periodo). El importe acumulado hasta septiembre, en cambio, se limitó a 8.940 millones, por debajo de los 13.370 millones de euros del año pasado. El número de emisiones se sitúa en 8 para las entidades financieras y 19 para las sociedades no financieras. Por tipo de emisión, el total de las 27 emisiones fue catalogado como verde⁸.

Finalmente, en relación con la contratación de activos de renta fija en los centros de negociación españoles, lo más destacable fue el fuerte crecimiento de la negociación que se sigue produciendo en los sistemas organizados de negociación (SOC) frente al resto de los centros. Así, el importe negociado agregado de estos SOC (CAPI, CIMD y TEUR) entre enero y septiembre se situó en 1,10 billones de euros, un 34 % más en términos interanuales y por encima de todo lo contabilizado en el conjunto de 2024. Un 73,7 % de esta negociación correspondió a deuda soberana extranjera (con un avance anual del 47 %); un 25,6 %, a deuda soberana española (con un avance del 6,5 %), y el resto, una proporción muy pequeña, a deuda corporativa. Las cuotas relativas de los 3 SOC registrados revelan que TEUR aumentó aún más su importancia en la negociación, pues esta superó el 70 % del total de los SOC y el 65 % del total de los centros españoles. La evolución de los demás centros de negociación fue algo heterogénea: así, mientras que la negociación de deuda en SENAF (SMN) avanzó un 26 % en el año, hasta casi 95.000 millones (el 8 % de la negociación total), en el Sistema Electrónico de Negociación de Deuda (SEND) continuaron los retrocesos hasta importes muy pequeños.

8 Las emisiones ASG efectuadas por las AA. PP. en el conjunto del año ascienden a 4.692 millones de euros, un 12 % más que en 2024.

Emisiones brutas de renta fija privada de emisores españoles

CUADRO 7

Importes nominales en millones de euros

				2024		2025		
	2022	2023	2024	IV	I	II	III	En el año
Efectuadas en España								
AIAF								
A largo plazo	59.242	49.503	38.986	11.432	14.023	22.216	7.537	43.777
Bonos y obligaciones no convertibles	3.708	6.215	4.546	843	2.237	1.123	103	3.462
Bonos y obligaciones convertibles	0	130	100	0	0	0	0	0
Cédulas hipotecarias	31.350	22.750	16.500	7.250	6.000	15.750	3.250	25.000
Cédulas territoriales	3.540	750	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	20.645	14.808	14.740	2.239	4.436	4.844	3.185	12.464
Participaciones preferentes	0	1.350	750	0	1.000	0	1.000	2.000
Otras emisiones	0	3.500	2.350	1.100	350	500	0	850
A corto plazo	39.525	25.706	12.278	2.751	5.343	2.256	6.441	14.040
Pagarés de empresa ¹	39.525	25.706	12.278	2.751	5.343	2.256	6.441	14.040
Total AIAF	98.767	75.209	51.264	14.183	19.366	24.473	13.978	57.817
MARF								
A largo plazo	769	498	1.142	913	379	558	240	1.177
A corto plazo	13.004	14.774	15.326	4.084	3.682	3.292	2.804	9.778
Total MARF	13.772	15.273	16.468	4.997	4.061	3.850	3.044	10.955
TOTAL España (AIAF, MARF)	112.539	90.481	67.732	19.180	23.427	28.323	17.022	68.772
				2024		2025		
	2022	2023	2024	IV	I	II	III ²	En el año ²
Efectuadas en el exterior								
A largo plazo	48.073	64.119	80.831	14.594	16.456	14.588	10.378	41.979
Participaciones preferentes	0	2.744	1.407	0	0	500	1.500	2.000
Obligaciones subordinadas	0	1.368	2.800	800	0	0	0	0
Bonos y obligaciones	48.073	59.013	75.873	13.794	16.132	14.088	9.436	39.656
Bonos de titulización	0	994	0	0	0	0	0	0
Cédulas hipotecarias	0	0	750	0	324	0	0	324
A corto plazo	64.834	70.104	44.141	11.538	5.943	13.605	8.222	27.769
Pagarés de empresa ¹	64.834	70.104	44.141	11.538	5.943	13.605	8.222	27.769
De titulización de activos	0	0	0	0	0	0	0	0
Total exterior	112.907	134.222	124.972	26.132	22.399	28.193	19.158	69.749
TOTAL (España y exterior)	225.446	224.704	192.704	45.312	45.825	56.516	36.179	138.520

Fuente: CNMV.

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

2 Importes hasta agosto.

3 Mercados de renta variable

3.1 Precios y rentabilidades

Después de una primera mitad de ejercicio con avances liderados por los mercados europeos y, a pesar de los riesgos geoeconómicos —incluido el establecimiento de aranceles por parte de la nueva Administración estadounidense— y geopolíticos crecientes, los principales índices de renta variable continuaron los avances en el tercer trimestre. Estos avances se explican por el buen comportamiento de los beneficios empresariales, las decisiones de los bancos centrales y los planes europeos de gasto en defensa e infraestructuras, así como por el renovado impulso de las compañías vinculadas a la tecnología⁹, al amparo del optimismo por el crecimiento de la inteligencia artificial. El apetito por el riesgo de los inversores en unos mercados con señales de sobrevaloración cada vez más intensas, sobre todo en algunas compañías y sectores, ha llevado a los principales índices bursátiles a alcanzar máximos históricos o a situarse muy cerca de estos. Las perspectivas apuntan a que estos avances se podrían consolidar en los próximos meses, en la medida en que se produzca un mayor optimismo sobre la evolución de las cifras macro, una cierta relajación de la política monetaria y una confirmación del fin del conflicto entre Israel y Hamás, pero conviene no perder de vista que esta evolución puede verse interrumpida por una intensificación de los riesgos mencionados anteriormente.

Con la excepción del índice alemán Dax 30 —que apenas varió—, todos los grandes índices presentaron avances significativos en el trimestre. Estos fueron más intensos en el caso de los índices de Japón (superiores al 10 %) y de EE. UU., que lideraron las ganancias. Entre los índices europeos, que habían tenido un primer semestre de altas revalorizaciones, el comportamiento fue más heterogéneo, con el Ibex 35 español a la cabeza de las ganancias (10,6 %), más del doble del europeo Eurostoxx 50. En el lado contrario, se situó el alemán Dax 30, que, tras 2 trimestres consecutivos de ganancias abultadas, retrocedió un leve 0,1 % por las dudas que genera el avance de su economía¹⁰.

La evolución de los principales índices bursátiles en el año muestra ganancias significativas en la mayoría de las regiones (véase cuadro 8), situándose en máximos históricos o cerca de ellos en muchos casos. Las revalorizaciones fueron más intensas en los índices europeos en los primeros meses del año, como consecuencia del aumento de los flujos de inversión desde los mercados estadounidenses hacia los europeos. Esta tendencia ha tendido a revertirse parcialmente en el periodo más reciente, lo que ha reducido la diferencia de rendimiento entre ambas áreas. Así, en

9 El peso de las compañías del sector tecnológico (incluida la inteligencia artificial) supone más de la tercera parte de la capitalización del índice S&P 500, el más representativo de la economía de EE. UU.

10 El PIB de Alemania retrocedió un 0,3 % en el segundo trimestre.

la zona euro, los avances oscilaron entre el 7 % del Cac 40 francés —afectado por las incertidumbres políticas y las dificultades para implantar estrategias de mayor ajuste fiscal— y el 33,5 % del Ibex 35, destacando también la revalorización del 25 % del italiano FTSE Mib. Asimismo, el europeo Eurostoxx 50 avanzó un 12,9 %. Por su parte, como suele ser habitual, en los índices estadounidenses los mayores avances se concentraron en el Nasdaq —que aumentó un 17,3 %—, gracias al renovado interés por el sector tecnológico y las compañías ligadas a la inteligencia artificial, mientras que el Dow Jones lo hizo un 9,1 % debido a su composición con mayor presencia de las compañías de la economía tradicional. En el caso de los índices de Japón, la revalorización fue próxima al 12,6 % tanto para el Topix como el Nikkei 225, gracias a los importantes avances de los últimos dos trimestres, que compensaron las pérdidas del comienzo del ejercicio asociadas al temor a una guerra comercial.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹

CUADRO 8

%	2021	2022	2023	2024	mar.-25	jun.-25	sep.-25	ene.-sep.-25
Mundo								
MSCI World	20,1	19,5	21,8	17,0	-2,1	11,0	7,0	16,2
Zona euro								
Eurostoxx 50	21,0	-11,7	19,2	8,3	7,2	1,0	4,3	12,9
Euronext 100	23,4	-9,6	13,3	4,2	6,8	1,1	5,7	14,1
Dax 30	15,8	-12,3	20,3	18,8	11,3	7,9	-0,1	19,9
Cac 40	28,9	-9,5	16,5	-2,2	5,6	-1,6	3,0	7,0
FTSE Mib	23,0	-13,3	28,0	12,6	11,3	4,6	7,4	25,0
Ibex 35	7,9	-5,6	22,8	14,8	13,3	6,5	10,6	33,5
Reino Unido								
FTSE 100	14,3	0,9	3,8	5,7	5,0	2,1	6,7	14,4
EE. UU.								
Dow Jones	18,7	-8,8	13,7	12,9	-1,3	5,0	5,2	9,1
S&P 500	26,9	-19,4	24,2	23,3	-4,6	10,6	7,8	13,7
Nasdaq-Cpte	21,4	-33,1	43,4	28,6	-10,4	17,7	11,2	17,3
Japón								
Nikkei 225	4,9	-9,4	28,2	19,2	-10,7	13,7	11,0	12,6
Topix	10,4	-5,1	25,1	17,7	-4,5	7,3	10,0	12,7

Fuente: Refinitiv Datastream.

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

En España, como se ha comentado previamente, el Ibex 35 finalizó el trimestre con un avance del 10,6 %, registrando el comportamiento más expansivo entre los grandes índices de la zona euro tanto en este periodo como en el conjunto del año, en el que sube un 33,5 %, más de 20 puntos porcentuales por encima del Eurostoxx 50. Su valor al cierre del trimestre alcanzaba los 15.475 puntos, el más elevado de los últimos 18 años, pero todavía algo inferior al máximo histórico registrado en noviembre de 2007 (15.945,7 puntos), justo antes del estallido de la

crisis financiera. Asimismo, los índices latinoamericanos de las compañías que cotizan en euros, FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top, presentaron una revalorización trimestral superior a la de la mayoría de los grandes índices europeos (con ganancias del 8,1 % y el 10,2 %, respectivamente) gracias a la evolución positiva de los principales mercados de valores latinoamericanos¹¹, así como a la apreciación de algunas de las divisas del área¹².

Aunque la mayoría de los sectores finalizaron el trimestre con ganancias, la evolución del índice general se explica, en gran medida, por la revalorización del sector bancario. Como se observa en el cuadro 9, este sector presenta una revalorización anual superior al 80 % debido al buen comportamiento de sus beneficios, en un contexto de notable dinamismo de la actividad económica y de remuneraciones atractivas a sus accionistas. Otros sectores como el ligado al petróleo y la energía o a la ingeniería también presentaron revalorizaciones importantes, pero alejadas de la del sector bancario. Así, la única compañía del sector petrolero (Repsol) se beneficia de la estabilidad de los precios del petróleo y de la fortaleza de su perfil financiero y modelo de negocio, a la vez que el sector de la ingeniería (donde destacó la revalorización de Técnicas Reunidas) se ve favorecido por sus perspectivas positivas, el dinamismo en su actividad internacional y el buen comportamiento de los beneficios empresariales.

Los sectores de la construcción, la industria, inmobiliario y, en menor medida, los bienes y servicios de consumo mostraron menores avances. Los dos primeros reflejan el comportamiento positivo de la inversión y de la formación bruta de capital fijo, así como las perspectivas de inversión en infraestructuras, mientras que el sector inmobiliario se ve favorecido por el alza de los precios de la vivienda y la caída de los tipos. A su vez, las compañías tanto de bienes como de servicios de consumo se benefician de la evolución positiva del consumo, destacando la revalorización de las empresas farmacéuticas y de transporte.

Finalmente, en el lado de los retrocesos, las caídas de precios se concentraron en los sectores del ocio, el turismo y la hostelería y, en menor medida, la tecnología y las telecomunicaciones. El primero se ha visto afectado por la mala evolución de las cotizaciones de algunas de las compañías que forman parte del sector (AmRest), mientras que el segundo acusó los retrocesos de las principales empresas de telecomunicaciones y de tecnología (Amadeus) debido al crecimiento de las incertidumbres en torno al sector turístico.

11 El principal índice del mercado de valores de Brasil, Bovespa, se revalorizó un 5,3 % en el tercer trimestre del año, mientras que el del mercado mexicano, IPC, lo hizo un 9,5 %.

12 En el tercer trimestre del año el real brasileño y el peso mexicano se apreciaron un 2,5 % y un 2,8 %, respectivamente, respecto al euro.

Índices	2022	2023	2024	mar.-25 ¹	jun.-25 ¹	sep.-25 ¹	ene.- sep.-25
Ibex 35	-5,6	22,8	14,8	13,3	6,5	10,6	33,5
Madrid	-4,8	21,6	14,1	14,2	6,8	10,8	35,1
Ibex Medium Cap	-7,4	5,9	11,7	3,0	7,7	2,8	14,1
Ibex Small Cap	-12,8	10,6	2,6	12,2	9,3	1,0	23,9
FTSE Latibex All-Share	10,7	10,4	-25,6	3,8	-3,2	8,1	8,6
FTSE Latibex Top	7,8	12,5	-27,0	6,7	0,7	10,2	18,3
Sectores²							
Servicios financieros	7,9	29,3	22,4	35,4	8,6	24,3	82,7
Banca	9,0	30,7	22,0	36,3	8,5	24,9	84,6
Seguros	-8,3	2,6	23,0	22,6	13,2	8,9	51,2
Petróleo y energía	5,2	3,4	4,6	11,5	7,6	0,9	21,0
Petróleo	42,2	-9,4	-13,1	5,2	1,1	21,1	28,9
Electricidad y gas	-1,0	6,7	9,2	12,6	8,0	-1,7	19,6
Mat. básicos, industria y construcción	-11,3	25,5	10,6	5,1	10,8	9,7	27,7
Construcción	-4,3	26,9	14,4	4,6	12,3	9,9	29,1
Fabricación y montaje de bienes de equipo	-13,8	30,6	-14,7	9,9	14,4	9,8	38,1
Minerales, metales y transformación de productos metálicos	-14,2	13,5	-8,1	7,7	3,0	4,5	15,9
Ingeniería y otros	-46,3	35,3	26,7	4,7	4,9	16,6	28,0
Tecnología y telecomunicaciones	-22,8	17,8	2,9	8,0	3,0	-5,2	5,5
Telecomunicaciones y otros	-25,7	9,3	-0,5	9,2	1,6	-5,7	4,6
Electrónica y <i>software</i>	-17,0	32,9	6,7	6,7	4,7	-4,6	6,6
Bienes de consumo	-17,0	44,3	15,6	-6,3	-1,2	5,0	-2,8
Textil, vestido y calzado	-14,2	58,6	22,5	-7,8	-3,1	5,1	-6,1
Alimentación y bebidas	-12,9	-3,2	11,4	5,6	-2,7	-0,5	2,1
Productos farmacéuticos y biotecnología	-0,7	19,0	-15,7	-2,6	12,7	10,7	21,6
Servicios de consumo	-15,9	30,4	41,8	-0,7	12,5	4,9	17,2
Ocio, turismo y hostelería	-35,7	49,7	14,6	-12,2	6,3	-9,3	-15,3
Transporte y distribución	-13,7	32,2	46,0	-1,1	12,6	6,4	18,5
Servicios inmobiliarios	-16,0	12,8	1,7	-2,0	10,9	8,6	18,0

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.

3.2 Volatilidad

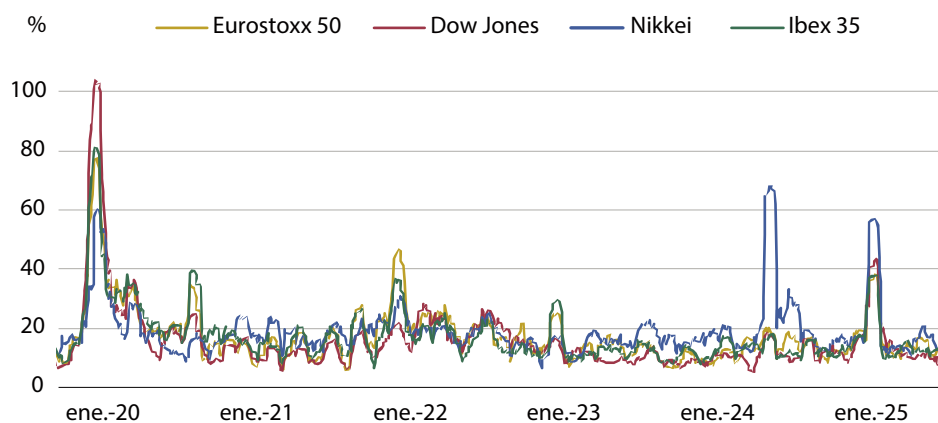
Con la excepción del repunte en el mes de abril, tras el anuncio del establecimiento de aranceles por parte del Gobierno de EE. UU.¹³, la volatilidad histórica de los principales índices bursátiles se ha mantenido en niveles muy

13 El nuevo Gobierno de EE. UU. anunció el 2 de abril un amplio programa de aranceles con tipos muy elevados que afectaba a la práctica totalidad de países y sectores.

reducidos, que, incluso, han disminuido más aún en el tercer trimestre (véase gráfico 10). La caída de la volatilidad en el tercer trimestre se concentró, en mayor medida, en el índice estadounidense Dow Jones y en el japonés Nikkei 225, puesto que tanto el Eurostoxx 50 como el propio Ibex 35 partían de niveles más bajos. La volatilidad del índice español y del europeo Eurostoxx 50 mostraron en el trimestre valores promedio ligeramente superiores al 13 %, situándose entre el Dow Jones (10,28 %) y el Nikkei 225 (15,43 %).

Volatilidad histórica de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 10



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

3.3 Rentabilidad por dividendo y PER

El buen comportamiento de los beneficios empresariales permitió que gran parte de las compañías aumentaran la remuneración a sus accionistas mediante el incremento de sus dividendos (en particular el crecimiento de las retribuciones de los bancos). Sin embargo, la rentabilidad por dividendo de los principales índices retrocedió, pues la revalorización de las cotizaciones en el año fue aún más intensa. Los mayores descensos de la rentabilidad por dividendo se observaron en los índices europeos, destacando el español Ibex 35 y el italiano FTSE, en los que las ganancias han sido más altas.

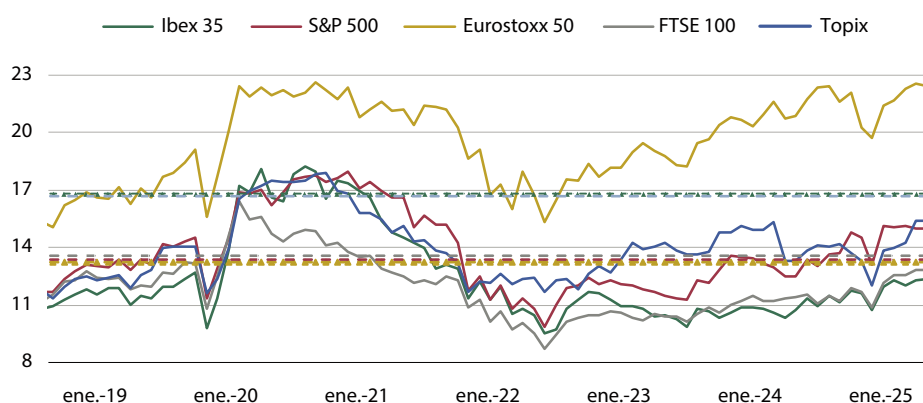
La rentabilidad por dividendo de los principales índices europeos continúa siendo superior a la de los índices de EE. UU. y Japón, si bien la diferencia se ha reducido. Así, la rentabilidad por dividendo del índice estadounidense S&P 500 se situaba a finales de septiembre en el 1,4 % (1,5 % a finales de diciembre de 2024, su nivel más bajo de los últimos 20 años), mientras que la del europeo Eurostoxx 50 alcanzaba el 2,8 %, su valor mínimo desde 2022 (3,3 % a finales de 2024). El índice italiano FTSE Mib (4,4 %) se mantiene a la cabeza de los grandes índices europeos con mayor rentabilidad por dividendo, por delante del Ibex 35 (3,5 %) y del Eurostoxx 50 (2,8 %). El registro más bajo corresponde al alemán Dax 30 (2,6 %).

La ratio entre el precio y los beneficios esperados por acción (PER) de los principales índices de renta variable ha presentado una tendencia alcista en la mayoría de los mercados durante gran parte del ejercicio. Solo se observaron retrocesos en los meses de marzo y abril. El balance anual deja aumentos más elevados en esta

ratio en los índices europeos, del Reino Unido y de Japón, mientras que en los índices estadounidenses se ha observado mayor estabilidad. Con todo, como se aprecia en el gráfico 11, este indicador sigue siendo mucho más elevado en EE. UU., con múltiplos de 22,4 veces en el S&P 500 a finales de septiembre, frente a las 15 y 12,8 veces del Eurostoxx 50 y el británico FTSE 100, respectivamente, y las 15,4 veces del japonés Topix 500. Lo más destacable de la evolución más reciente de este indicador es que se muestra por encima de sus valores medios históricos no solo en EE. UU. sino también en el europeo Eurostoxx 50, hecho que contribuye a la percepción de que podría existir una cierta sobrevaloración más extensa de los activos de renta variable.

PER¹ de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 11



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

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

En España, la ratio PER del Ibex 35 ha presentado una tendencia similar, apoyada en la fuerte revalorización del índice, más intensa que el crecimiento de los beneficios empresariales esperados. A finales de septiembre esta ratio se situaba en 12,4 (11,2 veces a principios de año), por lo que, a pesar de su aumento, se mantenía por debajo tanto de su promedio histórico como del valor de este indicador en Europa.

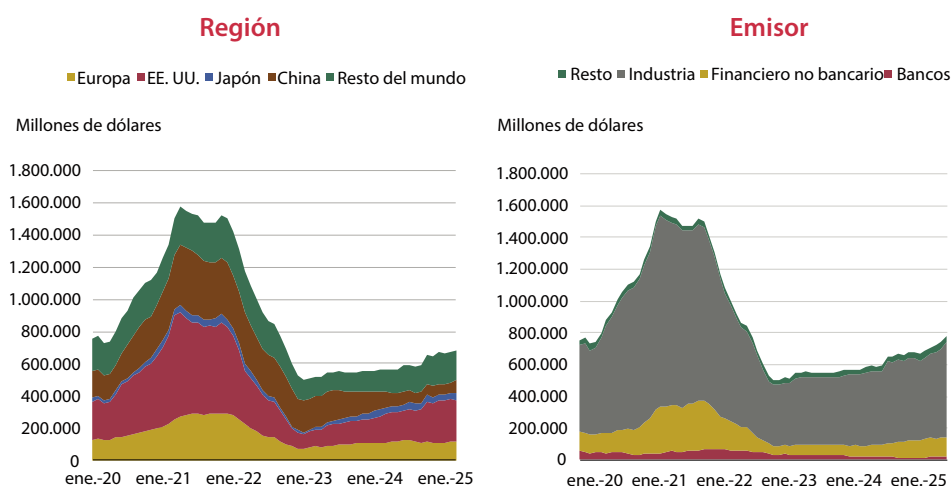
3.4 Contratación, emisiones y liquidez

En los mercados primarios, las emisiones de renta variable a nivel internacional mantienen una tendencia expansiva que ya se observó en 2024. Sin embargo, los volúmenes todavía están muy lejos de los importes registrados en los ejercicios 2020 y 2021 (véase gráfico 12). El volumen total de acciones emitidas entre enero y septiembre alcanzó casi 586.000 millones de dólares, un 24,2 % más que en el mismo periodo de 2024. La distribución por regiones muestra que este crecimiento tuvo su origen básicamente en el fuerte avance de las emisiones en China, que se duplicaron (101,4 %), y, en menor medida, en EE. UU. (28,4 %), a pesar de que el importe emitido en el primero (casi 97.000 millones de dólares) representó menos de la mitad de lo emitido en el segundo (casi 217.000 millones de dólares). Asimismo, el importe emitido en Europa avanzó apenas un 11 %, pero su volumen alcanzó un importe similar al de China.

La emisión de acciones creció en todos los sectores, aunque las empresas industriales siguieron a la cabeza, pues concentraron el 76 % del total emitido. El aumento más relevante en términos porcentuales correspondió a los bancos (53,9 %) y otras entidades financieras (39,5 %), aunque su participación en el mercado apenas alcanzó una quinta parte del total emitido. El importe emitido por las compañías industriales superó los 445.000 millones de dólares (un 21 % más). El resto de los sectores tuvo un crecimiento más discreto (17,4 %) y apenas representó 32.000 millones de dólares, un 5,4 % del total.

Emisiones internacionales de renta variable

GRÁFICO 12



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

En el ámbito nacional también se observaron avances en el mercado primario de acciones: las emisiones realizadas por las compañías españolas en los mercados nacionales alcanzaron 8.563 millones de euros en el tercer trimestre, más del doble que en el mismo periodo de 2024, y 11.261 millones de euros en el año (un 54 % más). Del importe registrado en el tercer trimestre, 6.253 millones (casi el 74 %) correspondieron a operaciones de captación de capital en sus distintas modalidades, mientras que el resto (2.210 millones) se corresponde con formato de dividendo elección¹⁴, que registró valores algo superiores (un 12 % más) a los del mismo trimestre de 2024. Las ampliaciones de capital con captación de recursos alcanzaron su importe más elevado desde el año 2021 gracias a una operación por importe de 5.016 millones de euros realizada en julio por Iberdrola bajo el formato de colocación acelerada.

A su vez, en el tercer trimestre tuvo lugar la salida a bolsa de la compañía del sector del ocio Cirsá, por valor de 453,3 millones de euros, y que representa la segunda operación de este tipo en el mercado tras la realizada por la compañía del sector turístico Hotelbeds en el mes de febrero. Por otro lado, la captación de capital en BME Growth ha ido mejorando progresivamente en el ejercicio, aunque solo se ha incorporado al mercado una única sociedad (frente a las 2 del mismo periodo de 2024), en contraste con la notable actividad emisora del mercado de empresas

14 El formato dividendo elección contribuye a reforzar los balances de las compañías, al limitar las salidas de flujos de caja de las empresas.

en desarrollo BME Scaleup y el sistema multilateral de negociación (SMN) Portfolio Stock Exchange, a los que se han incorporado 10 y 7 sociedades —la mayoría SOCIMI—, respectivamente, en lo que va de año.

En este ámbito de los mercados primarios es especialmente destacable la puesta en marcha de BME Easy Access, un procedimiento innovador diseñado para facilitar y flexibilizar la salida a bolsa de empresas en España, que comenzó a funcionar en mayo de este año (véase el recuadro 2 para un mayor detalle).

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta

CUADRO 10

	2022	2023	2024	mar.-25	jun.-25	sep.-25	ene.-sep.-25
NÚMERO DE EMISORES¹							
Total	27	20	28	10	12	12	34
Ampliaciones de capital	27	20	29	9	12	11	32
Ofertas públicas de suscripción de valores	1	0	2	1	0	1	2
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0	0	1	1	0	1	2
NÚMERO DE EMISIONES¹							
Total	55	39	67	13	16	17	46
Ampliaciones de capital	55	39	65	12	16	16	44
Ofertas públicas de suscripción de valores	1	0	2	3	0	1	4
Ofertas públicas de venta de acciones ² (OPV)	0	0	1	1	0	1	2
IMPORTE EFECTIVO¹ (millones de euros)							
Ampliaciones de capital con captación de recursos	2.520,3	396,4	4.409,2	1.000,3	402,6	6.253,1	7.656,0
Con derecho de suscripción preferente	254,5	181,1	94,8	108,0	50,0	77,2	235,2
Sin derecho de suscripción preferente	200,0	0,0	1.559,5	839,1	0,0	400,0	1.239,1
Colocaciones aceleradas	251,7	2,9	998,1	53,2	258,7	5.016,6	5.328,5
Ampliación con contrapartida no monetaria ³	1.381,2	5,2	263,4	0,0	11,8	743,3	755,1
Ampliaciones de capital por conversión	81,6	51,5	384,0	0,0	77,7	3,9	81,5
Otras	351,6	155,6	1.109,3	0,0	4,5	12,2	16,6
Ampliaciones de capital liberadas⁴	3.591,5	3.281,0	3.524,0	1.140,4	254,7	2.210,5	3.605,7
De las cuales dividendo elección	3.590,0	3.279,5	3.522,2	1.140,4	254,7	2.210,5	3.605,7
Total ampliaciones de capital	6.111,8	3.677,5	7.933,2	2.140,7	657,3	8.563,6	11.261
Ofertas públicas de venta	0,0	0,0	0,0	23,0	0,0	53,3	76,3
Pro memoria: operaciones en BME Growth⁵							
Número de emisores	41	35	36	14	14	13	39
Número de emisiones	88	111	116	23	22	26	71
Importe efectivo (millones de euros)	2.329,5	1.517,9	884,6	140,7	196,1	232,1	568,9
Ampliaciones de capital	2.329,5	1.517,9	884,6	140,7	196,1	232,1	568,9
De ellas, mediante OPS	1.487,1	986,7	469,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuente: BME y elaboración propia.

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

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

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

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

5 Operaciones no registradas en la CNMV.

El pasado 21 de mayo, la CNMV, en colaboración con Bolsas y Mercados Españoles (BME), presentó BME Easy Access, un procedimiento innovador diseñado para facilitar y flexibilizar la salida a bolsa de empresas en España. Esta iniciativa se enmarca en un contexto europeo que busca dinamizar las salidas a cotización, que en los últimos años han mostrado cierta ralentización y han limitado la capacidad de las empresas para financiarse a través de los mercados públicos. La medida es coherente con las recomendaciones de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) y del Libro Blanco de BME sobre la competitividad de los mercados de capitales, que destacan la necesidad de equilibrar mercados privados y públicos, manteniendo la transparencia y las opciones de financiación.

BME Easy Access permite a las compañías desvincular el momento de admisión en el mercado regulado del requisito de difusión accionarial mínima (*free float*). De este modo, una sociedad puede iniciar su cotización sin haber alcanzado la distribución mínima de acciones, actualmente del 25 %, que se reducirá al 10 % conforme a la Directiva (UE) 2024/2811 antes del 6 de junio de 2026, cumpliendo simultáneamente con todos los demás requisitos aplicables a las sociedades cotizadas. Este procedimiento está destinado a compañías de capitalización significativa, superior a 500 millones de euros, aunque la CNMV podrá autorizar excepcionalmente el acceso a emisores de menor tamaño.

Para acogerse a este procedimiento, las empresas deben presentar un informe de valoración emitido por un experto independiente que acredite la capitalización y, salvo que existan operaciones relevantes recientes, determine el precio de referencia para la primera cotización. Alternativamente, no será necesario fijar dicho precio si la sociedad decide que las acciones no se negocien hasta alcanzar la difusión suficiente. Una vez admitida la compañía, la negociación inicial se realizará exclusivamente entre inversores profesionales, mediante bloques con un importe mínimo de 100.000 euros.

El procedimiento contempla un plazo máximo de 18 meses para alcanzar el *free float* mínimo, que puede prorrogarse en caso de que la CNMV lo apruebe, o considerarse cumplido con la distribución obtenida hasta ese momento. En caso de no lograrse la difusión necesaria tras la eventual prórroga, la CNMV podrá iniciar un procedimiento de exclusión de oficio de las acciones del emisor. Cabe destacar que no se contempla compensación económica para los accionistas que hayan participado durante el periodo interino, ni la obligación de realizar una opa de exclusión.

Entre los principales objetivos de BME Easy Access se incluyen la flexibilización del proceso de salida a bolsa y la mitigación del riesgo de ejecución de la operación, al permitir que la colocación de acciones se realice en el momento más oportuno para la empresa, sin depender de factores macroeconómicos o de liquidez previos a la admisión. Asimismo, la iniciativa mantiene un marco normativo riguroso, aplicando desde la admisión todas las obligaciones de transparencia, buen gobierno corporativo y normativa sobre abuso de mercado, opas y otras operaciones relevantes, salvo el requisito de *free float*.

En definitiva, BME Easy Access constituye una opción complementaria al procedimiento tradicional, ofreciendo a las empresas una vía para iniciar su cotización de manera anticipada y planificada, al tiempo que garantiza la protección de los inversores y la correcta supervisión de la CNMV. La elaboración de este procedimiento contó con la colaboración directa de los agentes implicados, incorporando sus opiniones y sugerencias al diseño final, con lo que se asegura que el sistema responda tanto a las necesidades de las compañías como a los intereses del mercado y los inversores.

La evolución de los mercados secundarios en el plano internacional muestra aumentos significativos en los volúmenes de contratación en las principales bolsas¹⁵, más intensos en los mercados europeos, y con la excepción de Japón. Esta mayor actividad tuvo su origen en las ganancias de los mercados, el buen comportamiento de los beneficios empresariales, las rebajas de tipos en Europa y las perspectivas de su recorte en EE. UU. En Europa el crecimiento de la negociación¹⁶ fue generalizado en todos los mercados y, aunque se observó cierta heterogeneidad, fue más intenso en Deutsche Börse y Euronext (con avances del 35,7 % y el 23,1 %, respectivamente). El comportamiento más discreto correspondió a Cboe Equities Europe y la bolsa de Londres —con aumentos del 8,6 % y el 12 %, respectivamente—, mientras que en BME la contratación avanzó un 15,3 %. En EE. UU., el incremento de la negociación fue más moderado y osciló entre el 3,1 % de Cboe Global Markets y el 11,1 % de la bolsa de Nueva York. Por otro lado, como se ha señalado anteriormente, la actividad en los mercados de Japón retrocedió un 8,2 %, lastrada por las pérdidas registradas en el primer trimestre del ejercicio.

La contratación de renta variable española también muestra tasas de avance considerables en 2025: entre enero y septiembre la negociación de estos valores se situó en 725.000 millones de euros, un 41 % más que en el mismo periodo de 2024. De este importe, algo más de 263.000 millones se negociaron en BME (+15,1 %) y el resto, en otros centros de negociación (462.000 millones, un 62 % más). En este sentido, cabe destacar que, si bien BME presenta cuotas de negociación de valores españoles inferiores al 40 % en 2025 cuando se considera la negociación total en el mercado, la proporción aumenta de forma significativa hasta casi el 60 % cuando se tiene en cuenta la negociación realizada en libros (*on-book*), que es la que contribuye de forma más directa a la formación de precios en el mercado.

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

16 Datos hasta el 30 de septiembre para BME, hasta el 29 de agosto para Nasdaq US, New York Stock Exchange (NYSE), Cboe Global Markets, Japan Exchange Group y Deutsche Börse, y hasta el 31 de julio para el resto de los operadores de mercado.

Emisiones brutas de renta fija privada de emisores españoles

CUADRO 11

Miles de millones de euros

	2021	2022	2023	2024	mar.-25	jun.-25	sep.-25 ¹	ene.-sep.-25 ¹
Operador de mercado								
EE. UU. ²	65.954	72.051	60.169	69.853	20.028	21.768	14.345	56.141
Nasdaq US	23.553	25.703	21.914	26.772	7.743	8.230	5.502	21.474
NYSE ³	24.637	28.399	24.364	28.154	8.146	9.108	5.980	23.235
Cboe Global Markets	17.764	17.949	13.891	14.927	4.139	4.430	2.863	11.432
Japan Exchange Group	5.555	5.551	5.851	7.104	1.747	1.882	1.317	4.946
London Stock Exchange Group	1.320	1.175	911	1.059	306	291	-	597
Euronext ³	2.493	2.698	2.334	2.382	777	750	422	1.949
Deutsche Börse	1.686	1.437	1.031	1.056	379	387	206	972
BME ⁴	378	352	301	301	87	102	86	275
Cboe Equities Europe ⁵	1.568	2.268	2.011	2.050	717	701	219	1.637

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

1 Datos hasta el 30 de septiembre para BME, hasta el 29 de agosto para Nasdaq US, New York Stock Exchange (NYSE), Cboe Global Markets, Japan Exchange Group y Deutsche Börse, y hasta el 31 de julio para el resto de los operadores del mercado.

2 Desde 2009 se considera la suma de Nasdaq US, New York Stock Exchange (NYSE) y Cboe Global Markets (antes BATS).

3 Incluye Bélgica, Países Bajos, Francia, Portugal, Irlanda y, desde mayo de 2021, Borsa Italiana.

4 Bolsas y Mercados Españoles. No incluye Latibex.

5 BATS Europe hasta febrero de 2017, fecha en que fue adquirido por el grupo Cboe Global Markets.

Los volúmenes de negociación crecieron en todos los trimestres y centros de negociación considerados, favorecidos por la revalorización de las acciones. Durante los momentos de turbulencias y mayor volatilidad en los mercados (a principios del segundo trimestre), estos crecimientos fueron más intensos en los centros de negociación competidores de BME, algo que se ha observado con anterioridad en momentos similares y que en parte se explica por el mayor uso en estos mercados de estrategias HFT (*high frequency trading*). Como se observa en el cuadro 12, Cboe continúa siendo el centro competidor más destacado en la negociación de valores españoles, si bien cabe señalar que una proporción relevante de esta se realiza fuera del sistema de libros (aunque forma parte de la operativa que se canaliza a través del mercado).

El aumento de la negociación de los valores en un marco de baja volatilidad hizo que las condiciones de liquidez del Ibex 35 mejoraran aún más durante el año. Los diferenciales de compraventa (*bid-ask spread*) descendieron hasta el 0,046 % en septiembre, unos niveles no observados desde hace varios años.

Importes en millones de euros

	2021	2022	2023	2024	mar.-25	jun.-25	sep.-25 ⁶	ene.-sep.-25
Total	689.603,1	738.361,6	630.337,0	717.533,3	224.733,8	266.876,4	233.421,0	725.031,2
Admitida en SIBE	689.595,7	738.353,3	630.334,7	717.526,8	224.732,1	266.875,8	233.419,5	725.027,4
BME	368.641,6	351.820,6	290.122,0	301.030,4	81.768,5	97.973,2	83.288,2	263.029,9
Cboe Equities ²	209.463,7	294.530,2	247.337,2	323.396,1	110.706,1	137.565,7	119.668,3	367.940,1
Turquoise	22.624,5	19.251,4	15.886,0	20.689,9	7.426,9	6.991,2	6.786,3	21.204,4
Equiduct ³	5.963,9	7.104,6	18.135,8	27.172,9	10.547,4	9.327,8	8.799,8	28.675,0
Aquis ³	23.545,0	25.275,5	22.390,5	32.646,4	10.597,4	10.628,1	9.978,9	31.204,4
Portfolio Exchange	-	-	0,4	6,1	3,2	0,5	8,2	11,9
Otros	59.389,0	40.389,8	36.483,5	12.616,5	3.682,6	4.389,3	4.889,8	12.961,7
Corros	7,5	8,3	2,3	6,5	1,7	0,6	1,5	3,8
Pro memoria								
Contratación en BME de RV extranjera	4.364,3	4.770,9	6.394,7	13.245,4	4.025,9	4.373,6	2.710,3	11.109,8
BME MTF Equity ⁴	3.526,0	3.818,5	2.850,8	3.571,3	754,9	718,2	1.012,7	2.485,8
Latibex	48,9	93,4	65,7	154,5	61,4	52,4	27,4	141,2
ETF	1.556,0	1.604,8	1.297,3	991,5	286,7	321,7	216,1	824,5
Total contratación BME	378.144,4	362.116,5	300.732,8	318.999,7	86.899,1	103.439,7	87.256,2	277.595,0
% RV española en BME respecto al total RV española	53,8	48,1	46,4	42,4	36,7	37,0	35,9	36,6
Internalizadores sistemáticos⁵	144.694,4	42.059,5	43.460,2	53.082,4	16.800,1	19.954,6	22.421,1	59.175,8

Fuente: Bloomberg, BMLL y elaboración propia.

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

4 Criptoactivos

El mercado de criptomonedas ha tenido, en lo que va de año, una evolución marcada por fases muy diferenciadas, en las que se ha puesto de manifiesto, una vez más, la alta volatilidad de este tipo de instrumentos ante los diferentes eventos geopolíticos y de política monetaria y comercial, así como la debida a factores relacionados con la ciberseguridad. Así, se ha observado una transición desde una etapa de acusadas correcciones y volatilidad hacia una trayectoria de mayor estabilidad. A su vez, la flexibilización de la regulación y supervisión por parte de la Administración estadounidense ha favorecido la expansión del mercado de criptoactivos, lo que, unido a la proliferación de activos financieros ligados (directa o indirectamente) a las criptomonedas y a su creciente adopción por parte de inversores y empresas, entre otros, contribuye a aumentar la interconexión entre este ámbito y el sistema financiero tradicional. Esta posible interconexión, al igual que otras entre diferentes partes del sistema financiero, debe ser evaluada de forma continua —tarea que puede ser compleja, ya que no se dispone de datos de tipo regulatorio y se desconoce, por ejemplo, el grado de penetración de estos activos en cada jurisdicción y tipo de agente— debido a las vulnerabilidades que puede generar en el sistema, al acrecentar el riesgo de contagio en caso de perturbaciones¹⁷.

Tras un primer semestre en el que el precio de estos activos experimentó grandes variaciones a causa de la incertidumbre geopolítica y la existencia de ciberataques a plataformas de gran relevancia, con predominio de caídas en los precios, se observó después un cierto crecimiento de los precios en un entorno de turbulencias algo menos pronunciadas. Dentro del mercado de las criptomonedas, cabe destacar la evolución del segmento de las *stablecoins*, las cuales, a pesar de las fluctuaciones experimentadas en todo el mercado, han ido cobrando progresivamente mayor relevancia, entre otros motivos por la facilidad para operar con otros criptoactivos (reducción de comisiones) y por ser una vía para mantener el valor de los ahorros por parte de los inversores en países cuya moneda está perdiendo valor, como es el caso de algunos países latinoamericanos.

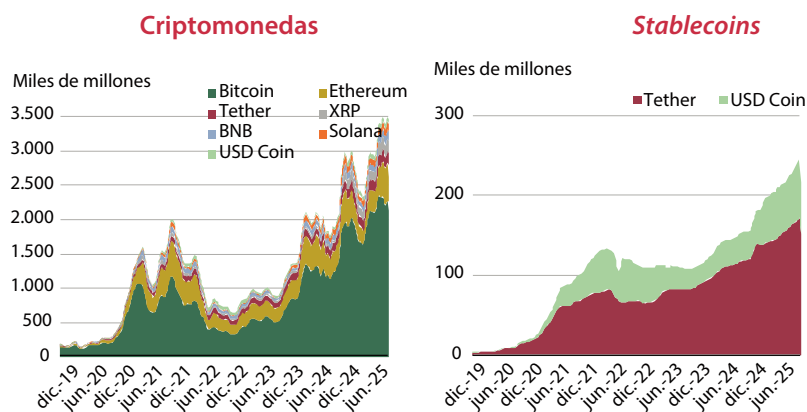
De esta manera, la capitalización total del mercado, que se situaba en 3,4 billones de dólares al comienzo del año y que terminó el semestre en el mismo punto, alcanzó los 4,0 billones de dólares al cierre del tercer trimestre, lo que representa aproximadamente un 0,6 % del total de activos del sistema financiero global. En la segunda mitad del mes de septiembre, el mercado de criptomonedas experimentó una ligera corrección, derivada del vencimiento de opciones vinculadas a este tipo de activos y de las salidas de flujos de los principales fondos de inversión cotizados (ETF)

17 La evaluación de riesgos de forma más general está adquiriendo una importancia creciente debido, entre otras razones, a la necesidad de valorar la relevancia de las interconexiones entre los participantes en los mercados. En este sentido, el desarrollo de test de estrés para el conjunto del sistema financiero (o *system wide stress tests*), de los que se han observado algunos ejemplos en el ámbito europeo, puede ser una herramienta muy útil.

sobre Bitcoin y Ethereum. A su vez, las tensiones sobre la deuda pública en EE. UU. sumaron cierta incertidumbre al mercado. La capitalización de las *stablecoins* en la capitalización total se situaba en el 7 % al cierre del tercer trimestre (por encima del 5,5 % de principios de año). Como se observa en el panel derecho del gráfico 13, la *stablecoin* más relevante es Tether, seguida, a distancia, de USD Coin.

Capitalización de las principales criptomonedas

GRÁFICO 13

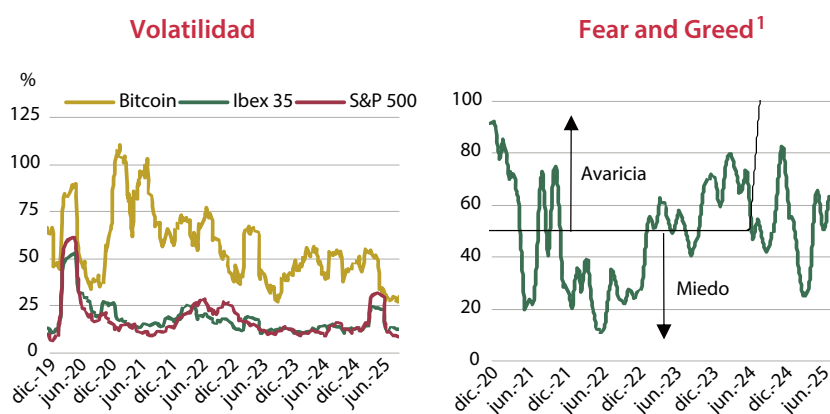


Fuente: Coingecko.

La cotización de Bitcoin, que iniciaba el año registrando un valor de 93.507,9 dólares, se situó en 114.309 dólares a 30 de septiembre, lo que supone un aumento en su precio del 6,7 % frente a su valor al comienzo del trimestre y del 22,3 % en lo que va de año. Ethereum, por su parte, cerró el tercer trimestre en 4.216 dólares, aumentando un 69,4 % su precio desde el comienzo de la segunda mitad del ejercicio y un 26,3 % respecto al 1 de enero. El resto de las criptomonedas siguieron trayectorias similares, aunque con una mayor volatilidad que Bitcoin.

Volatilidad del Bitcoin e índice Fear and Greed respecto al mercado de criptomonedas

GRÁFICO 14



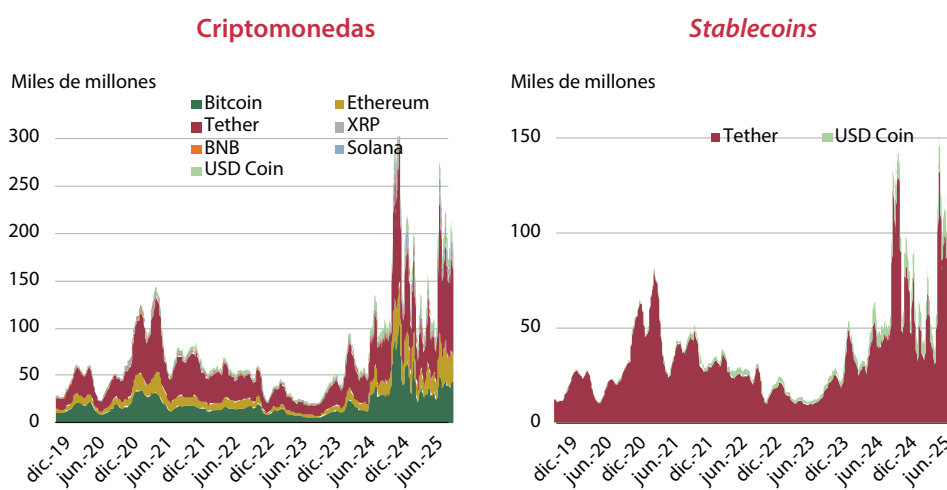
Fuente: Refinitiv Datastream y Coinmarketcap.

1 El índice Fear and Greed mide el sentimiento predominante en el mercado de las criptomonedas. Oscila entre 0 y 100; un valor más bajo indica un mayor miedo y un valor más alto indica una mayor avaricia. De esta manera, los inversores pueden detectar el sentimiento del mercado, que puede influir en los comportamientos de compra y venta. El índice proporciona información sobre si el mercado puede estar infravalorado (miedo extremo) o sobrevalorado (codicia extrema).

Los volúmenes de negociación de estos activos se dispararon al comienzo del tercer trimestre y pasaron de situarse por debajo de los 100.000 millones de dólares diarios a comienzos de julio a alcanzar los 300.000 millones en la segunda quincena¹⁸ (véase gráfico 15). Posteriormente, los niveles se estabilizaron, con oscilaciones, hasta cerrar septiembre en 169.000 millones de dólares, registrando valores similares a los del primer trimestre del año y muy superiores a los del segundo trimestre, cuando, ante la incertidumbre geopolítica y comercial, los inversores redujeron considerablemente la negociación sobre este tipo de activos. Respecto a la participación de las *stablecoins* en la negociación total de los criptoactivos, se observan porcentajes de entre el 40 % y el 60 % (a veces más) de la negociación total, porcentajes mucho más elevados que los correspondientes a la capitalización, ya que estos activos se utilizan en gran medida para operar con los criptoactivos tradicionales (no *estables*).

Volúmenes de negociación de las principales criptomonedas

GRÁFICO 15



Fuente: Coingecko.

18 Volúmenes de negociación diarios. La negociación media diaria de acciones estimada para el conjunto de bolsas mundiales en 2025 es cercana a 700.000 millones de dólares (con información de la Federación Mundial de Bolsas y datos hasta agosto), por lo que los niveles máximos de negociación de criptoactivos observados pueden llegar a suponer algo más del 40 % de la negociación en bolsa.

II Informes y análisis

Evolución de las entidades de capital riesgo entre 2013 y 2024

María Dolores Santiago Cañizares (*)
Gema Pedrón Fernández

(*) María Dolores Santiago Cañizares y Gema Pedrón Fernández pertenecen al Departamento de Estudios y Estadísticas – Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales de la CNMV.

Las autoras agradecen los comentarios de Francisco Castellano, subdirector en el Departamento de Supervisión de IIC-ECR de la CNMV

Índice

Resumen	57
1 Introducción	59
2 Entidades y patrimonio gestionado	63
3 Tipo y número de inversores de las ECR (sin incluir FICC y SICC)	69
4 Aportaciones de fondos	73
5 Tamaño y composición de la cartera	75
6 Rentabilidad de las ECR	79
7 Apalancamiento	83
8 Conclusiones	87
Bibliografía	89

Índice de recuadros

Recuadro 1	Entidades de capital riesgo de carácter público	66
------------	---	----

Índice de gráficos

Gráfico 1	Número y tipo de entidades capital riesgo y capital cerrado en España	64
Gráfico 2	Patrimonio y número de ECR y EICC españolas	65
Gráfico 3	Entidades de capital riesgo con mayor patrimonio neto	65
Gráfico 4	Estrategias de inversión de las ECR	68
Gráfico 5	Número de inversores en entidades de capital riesgo	70
Gráfico 6	Volumen de inversión por tipo de inversor	71
Gráfico 7	Número de inversores del patrimonio entidades capital riesgo por tipo de inversor	71
Gráfico 8	Composición de la cartera por tipología de activos	75
Gráfico 9	Mayores inversiones en cartera	76
Gráfico 10	Distribución de la cartera en función del tamaño de la inversión	76
Gráfico 11	Distribución de los sectores objeto de la inversión	77
Gráfico 12	Rentabilidad de las entidades capital riesgo	80
Gráfico 13	Rentabilidad ECR por diversificación cartera	82
Gráfico 14	Compromisos futuros de inversión, patrimonio actual y comprometido (no exigido)	85

Índice de cuadros

Cuadro 1	Aportaciones netas de fondos	73
Cuadro 2	Rentabilidad de las ECR (promedio 2013-2024)	81
Cuadro 3	Préstamos, créditos y otras deudas contraídas por las ECR	83

Resumen

Las entidades de capital riesgo (ECR) son entidades financieras que, bajo la forma de fondos o sociedades, tienen como objetivo la inversión temporal en empresas para las cuales el acceso a los mercados de capitales o a la financiación bancaria no es posible por diversas razones o resulta demasiado costosa¹. Son una fuente de financiación importante para emprendedores y *start-ups*, al actuar como primeros inversores antes de su crecimiento y expansión. Nacen por un periodo de tiempo determinado y con un patrimonio comprometido, que se exigirá a los inversores a lo largo de la vida de la entidad. En los últimos años se observa un aumento de la importancia de la inversión de las ECR en compañías más maduras, en detrimento de las inversiones en compañías más jóvenes, es decir, una mayor relevancia de lo que se conoce como *private equity* en relación con el *venture capital*.

Los antecedentes en España de las ECR fueron las sociedades de desarrollo industrial en 1976, con su posterior modificación en 1986 y 1999. Estas entidades alcanzaron su máximo crecimiento a partir de 2014, como resultado de la mayor flexibilidad en sus decisiones de inversión, siempre que se observen unos requisitos mínimos de liquidez.

El periodo de análisis de este estudio comprende desde 2013 hasta 2024 y está basado en la información contenida en los estados reservados remitidos a la CNMV en dicho periodo. La expansión de este sector se observa en todas sus magnitudes más relevantes. Así, por ejemplo, el número de ECR se situaba en 1.256 a finales de 2024, cerca de 4 veces más que en 2013; el número de inversores en 90.993, 10 veces más que en 2013, y el patrimonio lo hacía en 47.859 millones de euros (incluidas las ECR cerradas), 4 veces la cifra de 2013. También resulta significativo el avance de la relevancia de este sector en la economía, pues su patrimonio ha pasado de representar el 0,85 % del PIB en 2013 al 3,01 % en 2024. Este sector ha financiado, fundamentalmente, el crecimiento de empresas tecnológicas y de digitalización, inteligencia artificial y energías renovables, que necesitan de inversores notables en las primeras fases del proyecto.

Existen varios tipos de entidades de capital riesgo, en función de la estructura que mantienen y los productos en que invierten. Las más relevantes son los fondos de capital riesgo (FCR) y las sociedades de capital riesgo (SCR), que en 2024 representaban el 72 % del total de entidades. Sin embargo, también es destacable el lanzamiento de nuevos tipos de entidades acogidas a figuras recogidas en la

1 La financiación bancaria, por ejemplo, con sus costes de capital asociados, puede no ser la más idónea para la financiación de empresas innovadoras, que tienen asociado un riesgo elevado y pueden requerir un horizonte temporal amplio. Por otra parte, el acceso a los mercados de capitales, en ocasiones, tiene como impedimento el tamaño de las compañías, de modo que, en general, utilizan esta vía de financiación aquellas que alcanzan una cierta masa crítica.

regulación a nivel europeo, a saber: fondos de capital riesgo europeos (FCRE o *European venture capital funds*), fondos de emprendimiento social europeos (FESE o *European social entrepreneurship funds*) y fondos de inversión a largo plazo europeos (ELTIF o *European long-term investment funds*). El tamaño medio de las ECR fue de 38 millones de euros en 2024, aunque solo las 17 mayores entidades concentraban el 26 % del total del patrimonio gestionado, por lo que el grado de concentración del sector es elevado.

La rentabilidad obtenida por estas entidades durante el periodo analizado ha mostrado una gran variabilidad, pues se han observado años de rendimientos negativos (2013) y años de rendimientos muy altos (2018) como consecuencia de ventas significativas por parte de algunas entidades. Cabe mencionar las diferencias encontradas en los niveles de rentabilidad entre las ECR más jóvenes y las más maduras: las primeras suelen mostrar rendimientos inferiores debido, por un lado, al mayor impacto de los costes de gestión respecto a un patrimonio inicial reducido y, por otro lado, al hecho de que los proyectos de inversión requieren cierto tiempo para alcanzar la fase de generación de beneficios. Así, la rentabilidad media estimada para las ECR más jóvenes (hasta 3 años) en el periodo 2013-2024 fue del 1,2 %, frente al 10,2 % de las más maduras.

Finalmente, las ECR presentan un endeudamiento financiero reducido. En los últimos 5 años este ha oscilado entre un 5,1 % y un 8,8 % del patrimonio (en 2020). Al cierre de 2024 se situaba en el 5,3 %. Esta cifra no incluye (por no disponer de datos) el endeudamiento indirecto como consecuencia de invertir en otros vehículos que estén a su vez endeudados. Los compromisos asumidos por operaciones con derivados representan un peso poco relevante (1,1 % del patrimonio en 2024).

Por último, los compromisos por inversiones futuras ascendían al cierre de 2024 a 20.068 millones de euros. Cabe considerar que estos compromisos no generarán apalancamiento en la medida en que estén respaldados por las futuras aportaciones de capital y patrimonio comprometidas por socios y partícipes, que ascendían a 27.968 millones de euros al finalizar el ejercicio.

1 Introducción

El capital riesgo es una fuente de financiación relevante para las diferentes etapas de desarrollo de una empresa: el nacimiento de una idea con las aportaciones del capital semilla, las primeras fases de comienzo de la actividad productiva, la etapa de expansión y el crecimiento, cuando la empresa ya consolidada puede dar el salto a la salida a bolsa o la reestructuración. Así, el capital riesgo comprende el *venture capital*, destinado a las primeras fases de desarrollo de la empresa, y el *private equity*, que es la inversión en empresas más maduras con una trayectoria de rentabilidad.

Los antecedentes del sector del capital riesgo en España se remontan al año 1976 con las sociedades de desarrollo industrial (SODI), que se consideran las figuras precedentes de las sociedades de capital riesgo (Real Decreto 18/1976). Las SODI fueron empresas creadas para la transferencia de tecnología, recursos y gestión a regiones deprimidas y su capital pertenecía al Instituto Nacional de Industria (INI). Tenían una presencia temporal y minoritaria en empresas medianas y pequeñas. Necesitaban de otros socios y la gestión empresarial correspondía al socio industrial. Las SODI *vendían* capacidad de generar confianza e ideas para provocar desarrollo en épocas de crisis en regiones desfavorecidas. Se constituyeron varias SODI, entre las que destacan SODIGA (Galicia), SODICÁN (Canarias), SODIÁN (Andalucía), SODICAMÁN (Castilla La Mancha), SODIAR (Aragón) y SODIEX (Extremadura), que actuaban en sus respectivas regiones.

El régimen jurídico actual tiene su origen en el Real Decreto-ley 1/1986, de 14 de marzo, de medidas urgentes, administrativas, financieras, fiscales y laborales, que fue modificado por la Ley 1/1999, de 5 enero, reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y sus sociedades gestoras, estableciendo un régimen jurídico de autorización, supervisión, inspección y sanción homologable al resto de productos financieros. Sin embargo, la verdadera impulsora de las SCR fue la Ley 25/2005, de 24 noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras, que agilizó el régimen administrativo, flexibilizó las reglas de inversión e introdujo figuras similares a las existentes en otros países.

Otro hito importante en la regulación del sector fue la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y sus gestoras, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, que también derogó la Ley 25/2005. De esta forma, la Ley 35/2003 regula las instituciones de inversión colectiva de tipo abierto, mientras que la Ley 22/2014 regula todas las instituciones de inversión colectiva de tipo cerrado. Estas engloban tanto las ECR como las otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC). Las novedades más importantes de esta ley fueron:

- La flexibilización del régimen financiero de las entidades de capital riesgo, incorporando los préstamos participativos y dando mayor flexibilidad en los plazos de cumplimiento del coeficiente obligatorio de inversión.
- La creación de la figura de entidades de capital riesgo-pyme, que permite invertir el 70 % de su patrimonio en pymes y participar en su gestión.
- La adaptación a la Directiva 2011/61/EU del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, que se aplicó a todas las entidades preexistentes de tipo cerrado, con una política de inversiones definida y reparto de retorno entre los inversores, incluso a las que no cumplían con el régimen de inversión y diversificación del capital riesgo. Esta categoría de entidades, denominadas *entidades de inversión colectiva de tipo cerrado*, pueden adoptar la forma de fondos o de sociedades y gozan de la máxima flexibilidad operativa.
- De acuerdo con lo establecido en la Directiva 2011/61/UE, se incluyen en la ley los requisitos para la comercialización y gestión transfronteriza de las ECR y las EICC, con base en el denominado *pasaporte europeo* para fondos de inversión alternativa.

Finalmente, cabe hacer mención a la Ley 18/2022, de 22 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas, que modificó el artículo 75.2 de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, y permitió a los inversores no profesionales la inversión en estas entidades, con un importe mínimo de 10.000 euros y sin que suponga más del 10 % del patrimonio financiero del inversor. En cualquier caso, esta inversión debe hacerse en el marco de un contrato de asesoramiento financiero o, alternativamente, por un importe mínimo de 100.000 euros incorporando una declaración expresa y por escrito de que se entienden los riesgos asociados a la inversión.

Las ECR son entidades que, en la mayoría de los casos, nacen con un periodo de existencia determinado, en el que, habitualmente, en los primeros 5 años se suelen producir las inversiones (periodo de inversión) y, posteriormente, tienen lugar la fase de maduración de la inversión y la fase de desinversión hasta la liquidación. En total el periodo de existencia de una ECR ronda los 10-12 años. El inversor tiene que esperar dicho plazo para realizar la desinversión. Tienen un patrimonio comprometido (que se corresponde con el nivel de patrimonio que se pretende alcanzar durante el periodo) y se realizan peticiones de desembolso a los inversores, o devoluciones a los socios, durante la vida del fondo. El capital o patrimonio comprometido y aún no desembolsado se denomina *capital/patrimonio comprometido no exigido* (o *dry powder*), de manera que la entidad va realizando peticiones de desembolso a los inversores a lo largo de la vida del fondo, que se utilizarán para hacer frente, a su vez, a los compromisos de inversión en las empresas objetivo. La vida media de las ECR existentes a diciembre de 2024 era de 6,4 años y se observa, además, un aumento relativo de la inversión en empresas más maduras.

El sector del capital riesgo ha crecido de forma notable a nivel mundial en los últimos años. En el ámbito europeo, según datos de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) y de Refinitiv², el patrimonio de las ECR ha pasado de

2 ESMA recibe información de los ECR a través de los estados FIA, que agrega y analiza en diferentes dimensiones en un proceso continuo de mejora de la calidad de la información. Los datos de los países

representar el 1,7 % del PIB en 2017 al 7,2 % en 2024. El importe de dicho patrimonio, de 1,30 billones de euros en 2024, fue un 22 % superior al del año previo. La relevancia de este sector es bastante heterogénea entre las diferentes economías europeas. Así, por ejemplo, la importancia del capital riesgo en relación con el PIB es mayor en jurisdicciones como los Países Bajos (10,6 %) y, sobre todo, en Luxemburgo (815 %) e Irlanda (26,4 %), cuyos porcentajes reflejan la actividad transfronteriza de las instituciones de inversión colectiva (IIC) domiciliadas en estos países. En Francia el sector representa un 5,4 % del PIB y en el rango más bajo se encuentran Finlandia (3,7 %), Portugal (2,5 %) y Alemania (0,9 %), con participaciones relativamente bajas y mayor potencial de crecimiento³.

La necesidad de conocer en mayor profundidad las magnitudes más importantes de este sector y su expansión en el tiempo, así como su posible relevancia en términos de estabilidad financiera, motiva la elaboración de este estudio. En las secciones siguientes se describen algunas de las características más importantes del sector del capital riesgo español entre 2013 y 2024: número y tipo de entidades, patrimonio gestionado, tipo de estrategias de gestión, tipo y número de inversores, características de la inversión y composición de la cartera, rentabilidad media de las entidades y apalancamiento. La información que se muestra en este trabajo corresponde al capital riesgo supervisado por la CNMV a partir de los estados reservados que recibe la institución, así como de las auditorías correspondientes y otros estados financieros.

Europeos del párrafo incluyen datos de *private equity* y fondos de ECR y se refieren al cuarto trimestre de 2024. Los datos de PIB se han obtenido de Refinitiv.

3 Según datos de ESMA, el porcentaje que le corresponde a España es del 1,8 % del PIB en 2024, una proporción que no incorpora la totalidad de los activos de las ECR españolas por diferentes razones, algunas de ellas relacionadas con temas de calidad de los datos o de clasificaciones no adecuadas de las entidades.

2 Entidades y patrimonio gestionado

El número de entidades, incluidas las ECR propiamente dichas y las otras EICC, ascendía a 1.256 a diciembre de 2024, un 17,54 % más que en 2023 y 4 veces más que en 2013. La legislación contempla los siguientes tipos de entidades:

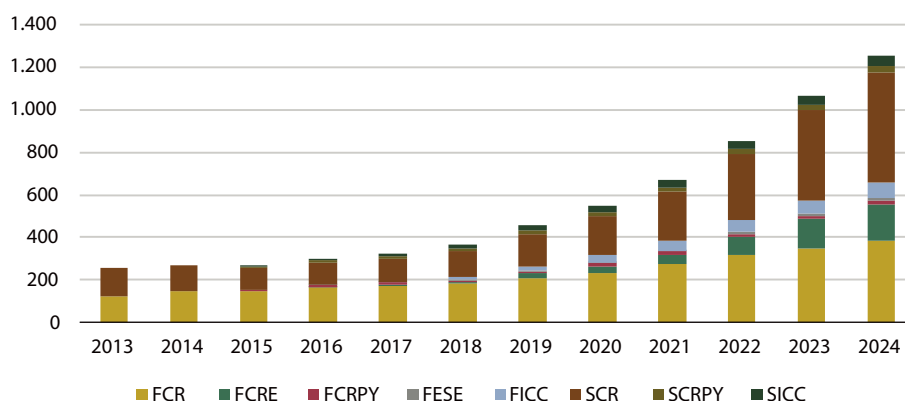
- **Fondos de capital riesgo (FCR):** su objetivo principal es invertir por un periodo de tiempo determinado en empresas que no coticen en el primer mercado de bolsas de valores y no sean inmobiliarias ni financieras, con el fin de obtener una rentabilidad. Deben mantener un 60 % de su activo computable en: acciones u otros activos financieros, préstamos participativos y facturas, préstamos, crédito y efectos comerciales de empresas que ya tengan una participación, y también en acciones y participaciones de otras ECR que coincidan con su objetivo de inversión. Este porcentaje del 60 % puede llegar al 100 % en otras ECR constituidas de acuerdo con la ley. Su estructura jurídica es la de un fondo y necesitan una gestora para ser gestionados.
- **Fondos de capital riesgo-pyme (FCR-pyme):** son FCR que invierten en empresas pequeñas y medianas. Deben mantener un 75 % de su activo computable en acciones, préstamos participativos, instrumentos financieros híbridos y otras ECR-pyme de empresas que cumplan las condiciones para clasificarse como pymes en el momento de la inversión.
- **Fondos de inversión colectiva de tipo cerrado (FICC):** pueden invertir en cualquier tipo de activo, no deben cumplir ningún porcentaje de inversión y no tienen que estar diversificadas.
- **Sociedades de capital riesgo (SCR):** similares a los FCR, pero estructuradas como sociedades y que pueden autogestionarse.
- **Sociedades de capital riesgo-pyme (SCR-pyme):** enfocadas en la inversión en pequeñas y medianas empresas, con la estructura jurídica de una sociedad.
- **Sociedades de inversión colectiva de tipo cerrado (SICC):** similares a los FICC, bajo la estructura jurídica de una sociedad.
- **Fondos de capital riesgo europeos (FCRE):** impulsan el crecimiento y la innovación de empresas en la Unión Europea, incluidas las pymes. Deben tener invertido un 70 % de sus aportaciones de capital en este tipo de empresas.
- **Fondos de emprendimiento social europeos (FESE):** invierten en empresas europeas con un impacto social positivo y medible, y que estén establecidas en un Estado miembro o terceros países con ciertas condiciones. Deben tener invertido el 70 % de las aportaciones de capital en este tipo de empresas.

- **Fondos de inversión a largo plazo europeos (FILPE):** invierten de forma directa o indirecta en activos reales que generen un beneficio económico y social a largo plazo. Tales activos incluyen, entre otros, propiedades inmobiliarias e infraestructuras de energía, transporte y comunicación, así como de apoyo a la educación, la salud y el bienestar, o instalaciones industriales.

Como se observa en el gráfico 1, las entidades más numerosas son los FCR y las SCR, que suman 908 en 2024 (387 FCR y 521 SCR), el 72 % del total. Los siguen en importancia los FCRE, con 169 entidades (el 14 % del total), y las EICC, con 120 (72 FICC y 48 SICC). Finalmente, cabe destacar la relativamente poca expansión de las ECR-pyme, cuyo número era de 44 a finales de 2024 (aproximadamente el 4 % del total), a pesar de que el tejido empresarial en España está formado en un 99,8 % por pymes⁴.

Número y tipo de entidades capital riesgo y capital cerrado en España¹

GRÁFICO 1

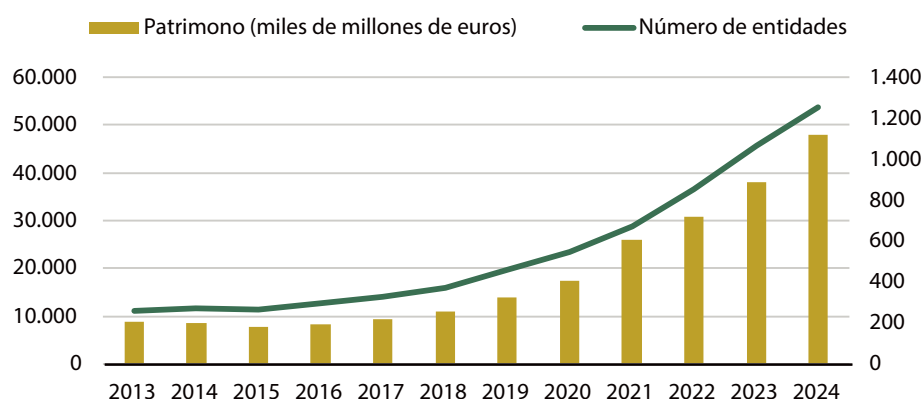


Fuente: CNMV.

¹ No se incluyen los FILPE, una figura que contaba con 3 vehículos al cierre de 2024, con un patrimonio aproximado de 80 millones de euros.

La expansión del patrimonio gestionado por estas instituciones desde 2013 ha sido similar a la del número de entidades. A finales de 2024, el importe del patrimonio se situaba en 47.859 millones de euros (43.650 millones sin incluir las EICC), 4 veces más que en 2013 (véase gráfico 2). El mayor incremento de patrimonio durante estos últimos años se produjo en 2021, con un aumento anual del 50 % con respecto a 2020. También cabe destacar el relativamente elevado grado de concentración del sector: en 2024 un total de 17 entidades poseían el 26 % del patrimonio total (véase gráfico 3).

⁴ Según la Dirección General de Estrategia Industrial y de la Pequeña y Mediana Empresa (DGEIPYME), el número de pymes a diciembre de 2024 ascendía a 2.942.716 empresas (99,8 % del total), su número de empleados era de 11.227.529 (61,65 % del total del empleo) y contribuyeron un 62 % del valor añadido bruto de la economía aproximadamente.



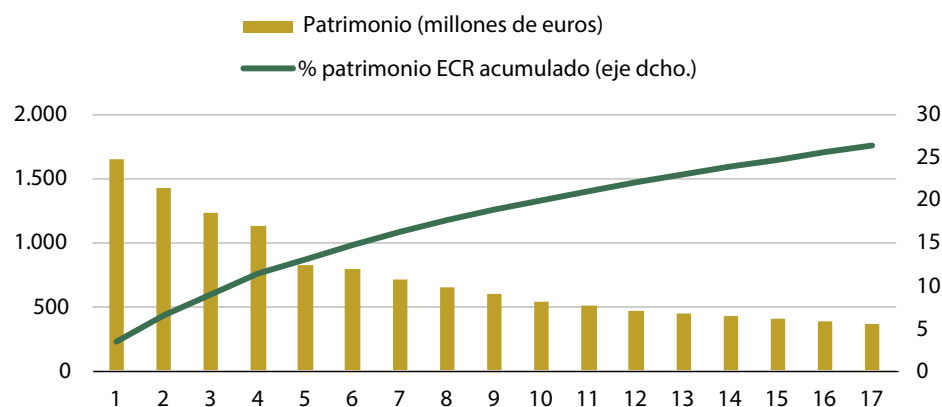
Fuente: CNMV.

Durante los 3 últimos años se han dado de alta 664 entidades, lo que supone el 52,7 % del número total de entidades que había al cierre de 2024. De estas, 203 se dieron de alta en 2022, 240 lo hicieron en 2023 y 221, en 2024.

El gráfico 3 muestra las 17 entidades con mayor volumen de patrimonio gestionado a diciembre de 2024. Como se ha indicado previamente, puede observarse que existe un grado notable de concentración, pues estas entidades engloban más del 26 % del patrimonio del sector. Además, 4 de estas entidades cuentan con un patrimonio superior a 1.000 millones de euros, alcanzando 1 de ellas cerca de 1.700 millones.

Entidades de capital riesgo con mayor patrimonio neto

GRÁFICO 3



Fuente: CNMV.

En relación con la descripción realizada en la introducción de este trabajo, cabe recordar que las ECR suelen establecer un objetivo de captación patrimonial. Por su parte, los inversores se comprometen a ir realizando aportaciones a través de llamadas de capital (*capital calls*). La aportación futura comprometida y no exigida sería el patrimonio comprometido o *dry powder*, en terminología anglosajona. De acuerdo con la información remitida por las ECR (excluidos los FILPE y EICC, que

no están obligadas a su envío), al cierre de 2024, el importe del patrimonio total comprometido ascendía a 70.900 millones de euros, quedando pendientes de desembolsar 27.968 millones de euros.

Entidades de capital riesgo de carácter público

RECUADRO 1

Este recuadro describe determinadas entidades de capital riesgo de carácter público que pueden resultar de interés tanto por la antigüedad de algunas de ellas como también por el patrimonio que acumulan, por el tipo de proyectos que financian y por el ámbito geográfico de su actividad. Destacan las siguientes:

- Fond-ICO Global, FCR, creado en 2013 y primer fondo de fondos con el objetivo de desarrollar los fondos de capital riesgo de gestión privada. Tiene un patrimonio comprometido de 4.500 millones de euros y un patrimonio gestionado de 1.238 millones.
- Fond-ICO Next Tech, FCR, creado en 2021 con el objetivo de promover proyectos de nuevas tecnologías de digitalización. Muestra cifras de 4.000 y 278 millones de euros en patrimonio comprometido y gestionado, respectivamente.
- Fond-ICO Pyme, creado en 1993 para fomentar el desarrollo del tejido empresarial con inversiones en segmentos de actividad innovadora, como la sostenibilidad, el impacto social y el ecosistema empresarial. En 2024 poseía un patrimonio comprometido de 250 millones de euros y un patrimonio gestionado de 132 millones.
- Ezten FCR, creado en 1989 con el objetivo de promover las transiciones energética, climática, digital, tecnológica y social en el País Vasco. Disponía de un patrimonio gestionado de 100 millones de euros en 2024.
- SODIGA Galicia, SCR, creada en 1998 para fomentar el desarrollo de empresas que inviertan directa o indirectamente en Galicia, con un patrimonio gestionado de 46 millones.
- ICF Capital Expansió II, FCRE, creada en 2019 para la toma de participaciones en empresas catalanas en el sector industrial. Tiene un patrimonio gestionado de 26 millones.
- Basque FCR, régimen simplificado, creado en 2014 para la toma de participaciones en empresas del País Vasco, con un patrimonio gestionado 25 millones.

Tipos de estrategias de inversión

La estrategia de inversión hace referencia a la clasificación de la inversión en función del ciclo en que se encuentre el negocio o la empresa participada en el momento de la inversión o adquisición por parte de la entidad de capital riesgo. Las estrategias de inversión, de acuerdo con lo definido en los estados de información reservada de la CNMV, se dividen en las siguientes categorías:

- **Capital semilla:** fase inicial de un proyecto, en una fase anterior a la producción.
- **Start-up:** los recursos se invierten en el desarrollo inicial.
- **Capital sustitución:** adquisición de acciones existentes en poder de otras entidades de capital riesgo u otros accionistas.
- **Expansión:** inversión en empresas que ya están en marcha, con el objetivo de proveerlas de la financiación necesaria para su expansión.
- **ECR:** inversión en otras ECR españolas o extranjeras con una actividad similar a las ECR españolas cuyas sociedades gestoras —o las propias ECR— estén constituidas en un Estado miembro de la Unión Europea o un tercer país, siempre que dicho país no figure en la lista de países no cooperantes con el grupo contra el blanqueo de dinero y haya firmado con España un tratado para evitar la doble imposición de impuestos.
- **Empresas en dificultad:** inversión en compañías que presentan dificultades financieras con el objetivo de llevar a cabo una reestructuración para su saneamiento.
- **Leveraged buy-out:** compra de valores con un alto grado de apalancamiento y con instrumentos que están entre el capital y otros activos.
- **Otras:** el resto de las estrategias, entre otras las FESE y FCRE, que, aunque son ECR, no están incluidas en la Ley 22/2014 de regulación de las entidades de capital riesgo.

Como se observa en el gráfico 4, las estrategias más relevantes durante el periodo de análisis han sido las de expansión (30,1 % de media en el periodo) y las de inversión en otras ECR que cumplen con la normativa del artículo 14 de la Ley 22/2014 (23,8 % de media). El resto de las estrategias muestran pesos mucho más pequeños⁵.

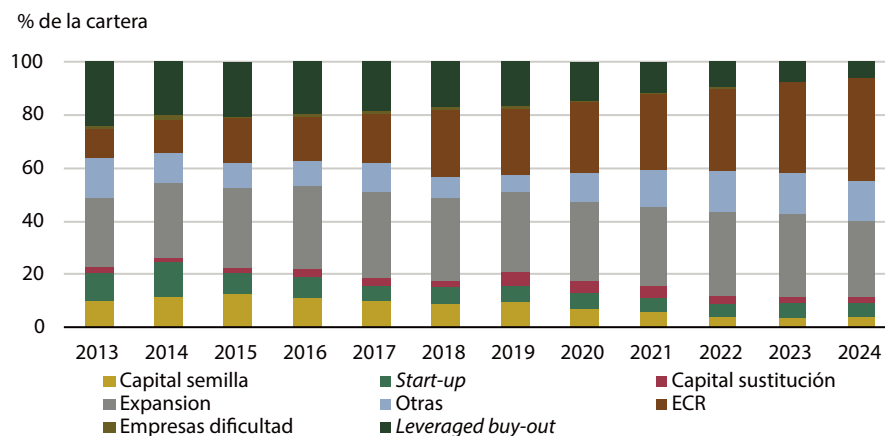
También se encuentran diferencias en la evolución temporal de las estrategias: las que más han aumentado en cuanto a importancia son las de inversión en otras ECR, que han pasado de representar un 10,9 % en 2013 a un 38,7 % en 2024. La estrategia más estable ha sido la de expansión, casi siempre en torno a un 30 % de la cartera. Por el contrario, entre las estrategias que han perdido peso en estos años destacan las de inversión en capital semilla y *start-up*, que han pasado de un 20,7 % en 2013 a un 9,0 % en 2024, y la de *leveraged buy-out*, que ha disminuido del 24,0 % al 5,8 % en el mismo periodo. Una de las estrategias menos relevantes es la de empresas en dificultad, que en 2024 apenas suponía un 0,20 % de la cartera.

5 Información obtenida a partir de los estados reservados remitidos a la CNMV durante todos los años y basada en el valor de coste de la inversión, sin incluir FICC ni SICC.

También es posible observar que las ECR invierten cada vez más en empresas más maduras (es decir, aquellas a las que se refiere el concepto de *private equity*, en contraposición a *venture capital*). En este sentido, la información que las entidades españolas reportan a ESMA revela que la relevancia del *private equity* ha crecido desde porcentajes próximos al 60 % entre 2017 y 2020 hasta el 70 % estimado para 2024.

Estrategias de inversión de las ECR

GRÁFICO 4



Fuente: CNMV.

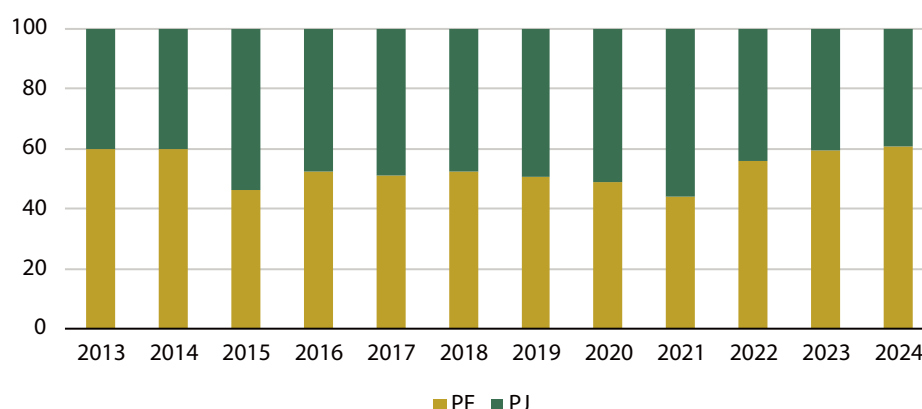
3 Tipo y número de inversores de las ECR (sin incluir FICC y SICC)

El número de inversores en entidades de capital riesgo era de 90.993 a finales de 2024, más de 10 veces la cifra registrada de 2013 (8.860). Cabe mencionar el significativo incremento en 2019 (65 % con respecto a 2018), siendo el aumento del patrimonio en el mismo periodo del 27 %.

Los estados de información reservada recibidos en la CNMV distinguen los siguientes tipos de inversores:

- **PF:** persona física, tanto residente como no residente.
- **PJ:** persona jurídica.
- **Entidades de crédito:** bancos y cajas de ahorros.
- **Pensiones y seguros:** fondos de pensiones y compañías de seguros.
- **IIC:** instituciones de inversión colectiva.
- **ECR:** entidades de capital riesgo nacionales y extranjeras.
- **Público:** Administraciones públicas y fondos soberanos.
- **Otras EF:** otras empresas financieras.
- **ENF:** empresas no financieras nacionales.
- **Ent. extranjeras:** entidades extranjeras.
- **Otros:** resto de entidades.

La composición de estos inversores ha presentado ligeras variaciones en cuanto a su número en el periodo de estudio. Como se aprecia en el gráfico 5, las personas físicas son las más numerosas, pues suponen el 60 % del número total de inversores tanto al principio como al final del análisis, aunque se han observado porcentajes inferiores al 50 % en años intermedios (el promedio del periodo es del 54 %). Sin embargo, la participación de estas personas en el patrimonio es muy inferior (esta información se proporciona con posterioridad en el gráfico 6).



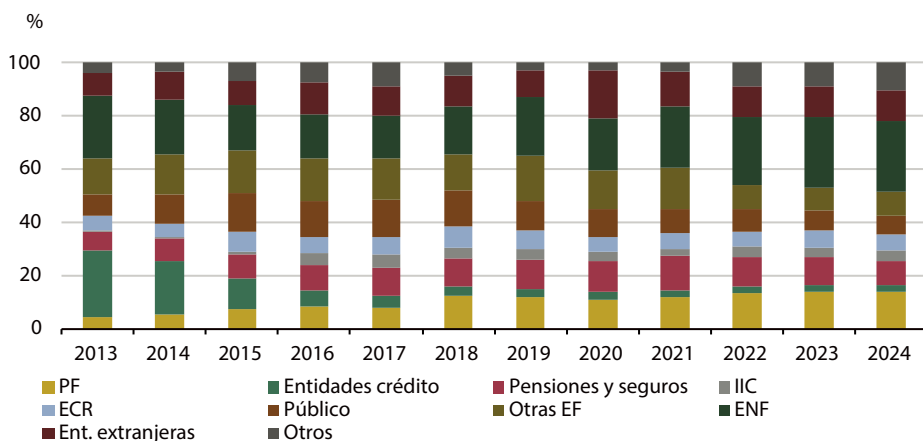
Fuente: CNMV.

El volumen de inversión de los diferentes tipos de inversores ha presentado variaciones más importantes, pues las entidades de crédito y otras entidades financieras, que eran las más importantes en los años 2013 y 2014, al concentrar, en conjunto, un 38 % y un 35 % del total respectivamente, han visto reducir su peso durante el periodo de análisis hasta el 11 % en 2024 (véase gráfico 6). En cambio, las inversiones de las entidades no financieras y las entidades extranjeras son cuantiosas y más estables en el tiempo, con porcentajes anuales de entre el 21 % y el 12 %, respectivamente, durante casi todos los años. En 2024 su importancia relativa era del 26 % para las entidades no financieras y el 11 % para las extranjeras.

Por su parte, la inversión de las personas físicas ha aumentado de forma continua desde 2014, hasta una proporción del 14 % en 2024, 10 p.p. más que en 2013. La aprobación de la Ley 18/2022, de 22 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas, que redujo la inversión mínima de los inversores minoristas desde 100.000 euros hasta 10.000 euros cumpliendo ciertas condiciones, no se ha traducido, hasta la fecha, en un aumento de la inversión relativa de las personas físicas en los últimos años del estudio, pues se ha mantenido en el 14 % desde que se aprobó la ley. Finalmente, cabe mencionar que el sector público alcanzó su representación máxima en 2015 con el 15 %. Posteriormente, esta descendió hasta llegar al 8 % en 2023 y volvió a experimentar un nuevo aumento hasta el 11 % en 2024. Otras ECR han mantenido su inversión en torno al 5-6 %, sin mostrar una variación notable durante del periodo del análisis.

Volumen de inversión por tipo de inversor

GRÁFICO 6



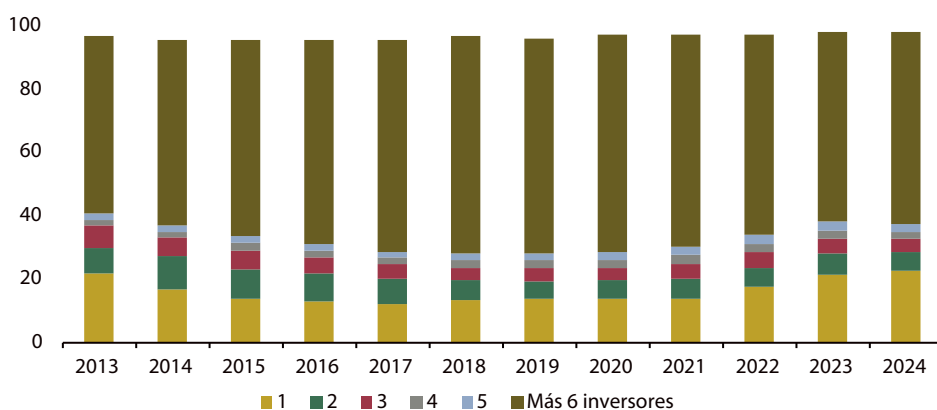
Fuente: CNMV.

La inversión media de los inversores, que era de 982.403 euros en 2013, ha ido disminuyendo durante estos años hasta llegar a 473.133 euros en 2024. Las personas físicas han incrementado su inversión media de 72.000 euros a 108.000 euros durante este periodo, al contrario que las entidades no financieras, cuya inversión ha variado de 1.361.000 euros en 2013 a 636.800 en 2024. Los inversores del sector público han incrementado su inversión de 5,5 millones de euros a 14,2 millones entre 2013 y 2024.

El número medio de inversores en las ECR es reducido por la propia naturaleza de estas entidades, aunque ha crecido desde 35 hasta 81 por entidad entre 2013 y 2024. Como se observa en el gráfico 7, una parte considerable de estas entidades tiene menos de 7 inversores. Esta proporción, que era del 44 % en 2013, descendió hasta el 31 % en 2020 y, posteriormente, volvió a aumentar hasta el 39 % en 2024. Dentro de este grupo cabe destacar la relevancia de entidades con 1 solo inversor: casi el 23 % en 2024.

Número de inversores del patrimonio entidades capital riesgo por tipo de inversor

GRÁFICO 7



Fuente: CNMV.

4 Aportaciones de fondos

A partir de la información reflejada en los balances anuales⁶, se ha elaborado una estimación de las aportaciones netas anuales realizadas por los socios y partícipes. Para ello, se ha tomado la diferencia entre las cifras agregadas informadas en las partidas de «Capital», «Partícipes», «Primas de emisión» y «Otras aportaciones de socios» de cierre del ejercicio respecto al ejercicio anterior.

El cuadro 1 refleja las estimaciones realizadas desde 2013 hasta 2024. Se observa que durante los primeros años (hasta 2015) se registró un reembolso neto de fondos. A partir de 2016, se registran entradas netas de fondos en el sector del capital riesgo que han ido creciendo cada año. Cabe destacar la variación de 2024, con aportaciones netas estimadas superiores a los 7.400 millones de euros, la cifra máxima de todo el periodo considerado.

Aportaciones netas de fondos

CUADRO 1

Millones de euros

Año	Importe
2013	-77,94
2014	-970,13
2015	-1.589,27
2016	75,08
2017	1.143,24
2018	940,94
2019	2.252,99
2020	2.531,69
2021	4.565,12
2022	4.279,73
2023	5.845,35
2024	7.448,45

Fuente: CNMV.

6 De todas las ECR obligadas al envío de estados reservados. Se excluyen los FILPE y las entidades de capital de tipo cerrado (FICC y SICC).

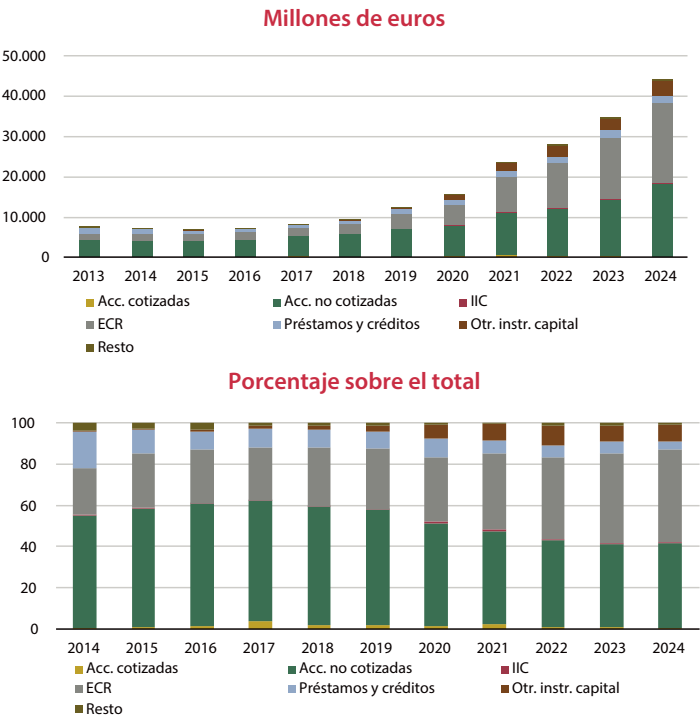
5 Tamaño y composición de la cartera

Según el artículo 13 de la Ley 22/2014 de Regulación de Entidades de Capital-Riesgo y otras empresas, las ECR deben mantener el 60 % de su cartera en acciones, préstamos participativos a otras empresas que se encuentren dentro de su ámbito de actividad, acciones o participaciones en otras ECR. Además, pueden invertir hasta el 100 % de su activo computable en otras ECR sin incumplir el coeficiente de inversión.

El análisis de la composición de las carteras de las ECR a valor de mercado revela que los principales valores que las han compuesto han sido las acciones no cotizadas y las inversiones en ECR (véase gráfico 8). El porcentaje que representan las acciones no cotizadas dentro de las carteras se ha reducido desde el 52 % en 2013 hasta el 44 % en 2024, porcentaje similar al de las inversiones en ECR. Estas últimas han aumentado progresivamente su relevancia desde el 18 % en 2013 hasta cerca del 46 % en 2024. La composición de las inversiones en ECR revela que se ha incrementado la relevancia de la inversión en ECR tanto españolas como extranjeras, si bien las primeras han mostrado siempre porcentajes inferiores: así, en 2024 la proporción invertida en ECR españolas ha pasado del 3 % en 2013 al 10 % y la invertida en ECR extranjeras del 15 % al 35 %.

Composición de la cartera por tipología de activos

GRÁFICO 8

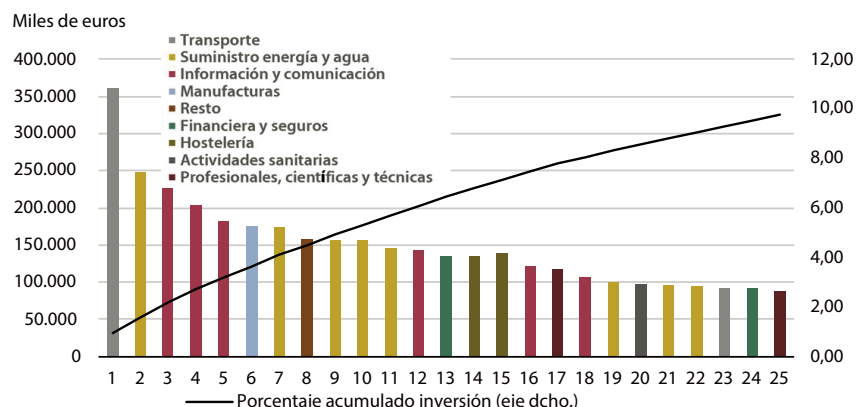


Fuente: CNMV.

El gráfico 9 presenta, a diciembre de 2024, las 25 mayores inversiones en la cartera de los fondos a valor de coste, que suponen casi el 10 % del total. Todas ellas están por encima de 85 millones de euros. Como se observa en el gráfico, que distingue por sector de inversión mediante el uso de diferentes colores, las inversiones en suministros de energía y agua representan el 31 % del total de las mayores inversiones, seguidas por las inversiones en los sectores de la información y la comunicación, con un 29 %, y del transporte, con un 12 %. Las 13 mayores inversiones concentran cerca del 6 % de la cartera de todos los fondos.

Mayores inversiones en cartera

GRÁFICO 9



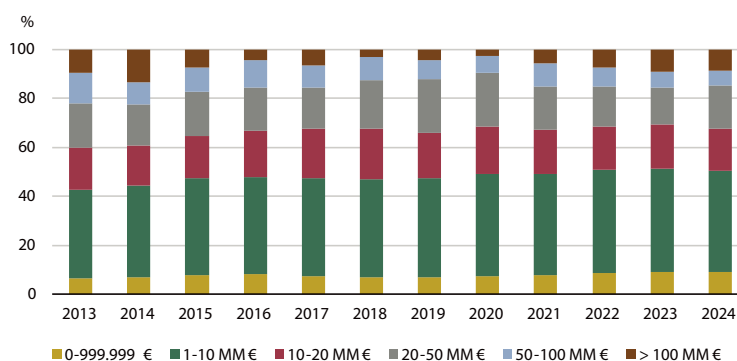
Fuente: CNMV.

1 Elaboración a partir de una muestra de inversiones. Datos de 2024. Los colores de las inversiones se corresponden con el sector de la compañía objeto de la inversión.

El análisis del tamaño de la inversión de la cartera (a precio de coste, sin incluir tesorería ni depósitos) revela que las inversiones superiores a 100 millones de euros, que suponían el 13 % de la cartera en 2014, descendieron en años posteriores, pero han vuelto a recuperarse desde 2021, situándose en el 9 % en 2024. Las inversiones en cartera más relevantes son aquellas que se encuentran en el rango entre 0 y 10 millones de euros, pues representan aproximadamente el 50 %. A pesar del aumento de las inversiones de gran tamaño en los últimos años, el 86 % de la cartera de las ECR está invertido en proyectos con un coste inferior a los 50 millones de euros.

Distribución de la cartera en función del tamaño de la inversión

GRÁFICO 10

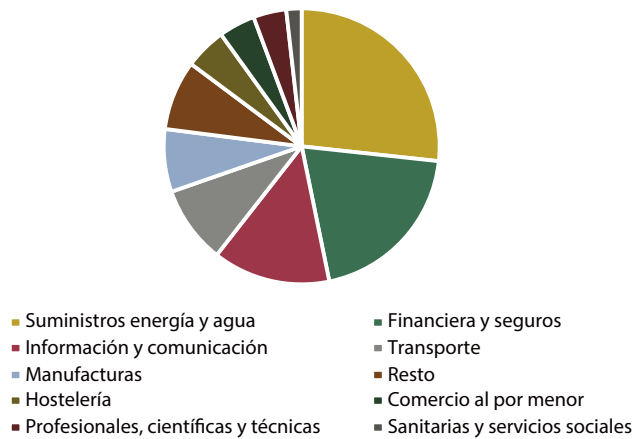


Fuente: CNMV.

Por lo que se refiere a los principales sectores de actividad en los que invierten las ECR, la información reservada disponible no es homogénea en este aspecto. Por esta razón, se ha decidido tomar una muestra de las 209 inversiones en términos de valor de coste y se ha recurrido a varias fuentes de información para determinar el sector de actividad principal de cada una. La muestra representa el 20,6 % del valor de la cartera (sin incluir tesorería ni depósitos) para el año 2024. Como se observa en el gráfico 11, el sector de inversión más relevante es el de «Suministros energía y agua», que concentra el 29,2 % de las inversiones de la muestra. Lo sigue el sector de «Financiera y seguros», que representa un 21,2 %. Es posible que, en este último, una parte de las inversiones corresponda a vehículos intermedios de inversión en otros sectores finales. A continuación, se sitúa el sector de «Información y comunicación» con un porcentaje cercano al 13,8 % y los de «Manufacturas» y «Transporte», con un porcentaje del 7 % de la muestra cada uno.

Distribución de los sectores objeto de la inversión¹

GRÁFICO 11



Fuente: CNMV.

¹ Elaboración a partir de una muestra de inversiones. Datos de 2024.

6 Rentabilidad de las ECR

Las estimaciones de rentabilidad de las ECR que se presentan en esta sección, ponderadas por el patrimonio de las entidades, están sujetas a varias consideraciones. En primer lugar, tal y como puede observarse en los gráficos incluidos más abajo, se ha decidido segmentar la rentabilidad en dos componentes: uno que refleja la rentabilidad *realizada* de las ECR, que se calcula en función del resultado del ejercicio, y otro que refleja la parte de la rentabilidad *no realizada*, que se estima a partir de la información sobre los ajustes por valoración incorporados al patrimonio neto durante el ejercicio. Este segundo componente tiene una dimensión más *teórica* del rendimiento, que aún no se ha materializado, pero resulta interesante desde un punto de vista analítico.

En segundo lugar, además de las rentabilidades medias para el conjunto de las ECR, se ha optado por segmentar las entidades en dos grupos: las más jóvenes (hasta 3 años de antigüedad) y el resto. La razón de ello es que es habitual que en los primeros años de actividad de las ECR los rendimientos sean muy pequeños e, incluso, negativos, pues no ha transcurrido el tiempo necesario para que las inversiones empiecen a dar fruto. No es hasta pasados unos años que las rentabilidades se tornan positivas. Este fenómeno da lugar a la denominada curva *J* de rentabilidad de las ECR. Finalmente, se presentan los rendimientos para dos tipos de ECR: aquellas que invierten mayoritariamente (más del 50 %) en otras ECR y el resto de las entidades, con el fin de observar si existen diferencias entre ambos tipos que puedan explicarse por las diferencias en su estrategia de inversión.

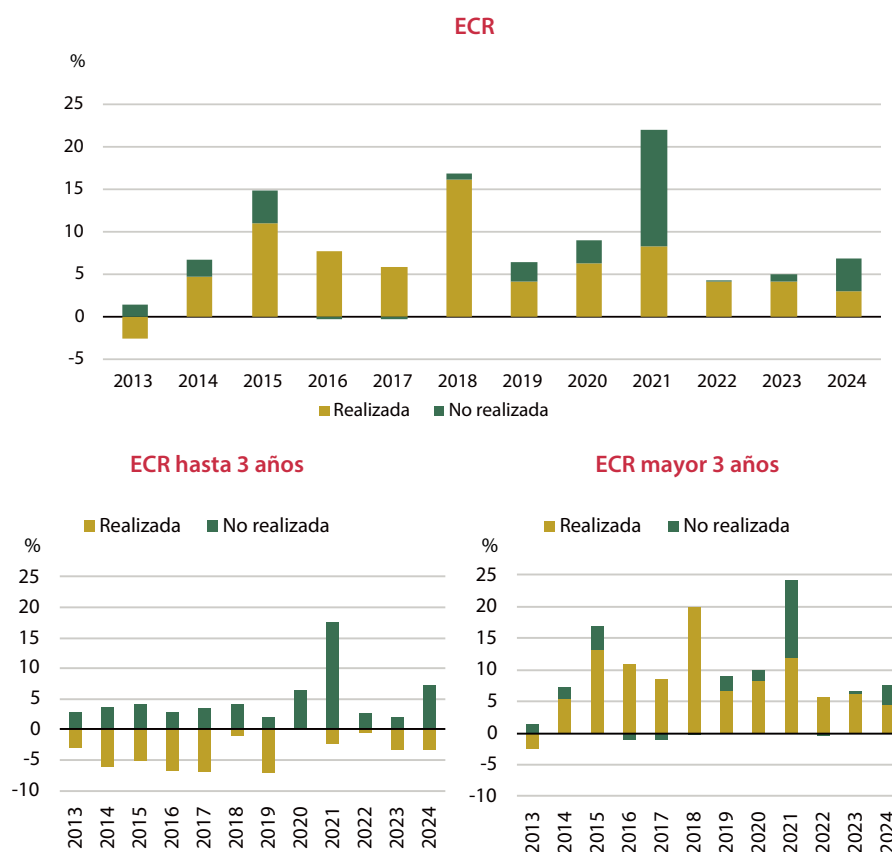
Dicho esto, y como puede observarse en el panel superior del gráfico 12, la rentabilidad media anual estimada de las ECR ha oscilado entre el -1,2 % y el 21,9 % en el periodo de análisis. De media, la rentabilidad ha sido del 8,6 %. Esta medida incorpora tanto la parte *realizada* como la *no realizada*. El análisis de la rentabilidad *realizada* revela cifras que oscilan en un rango entre el -2,7 % en 2013 y el 16,1 % en 2018 (6,0 % de media en el periodo). En 2018 y 2021 se observan rentabilidades muy altas que, en parte, se explican por los elevados resultados reportados por un número limitado de entidades.

El desglose de la rentabilidad estimada entre las ECR más jóvenes y las más maduras confirma la hipótesis que se sugería al principio de este epígrafe, es decir, es habitual que en los primeros años de existencia de las ECR su rendimiento sea muy bajo o negativo, en la medida en que los horizontes temporales de sus inversiones son más largos y en esos primeros ejercicios no se obtiene fruto de las inversiones, pesando más el componente del gasto. Como puede observarse en los dos paneles del gráfico 12 y en el cuadro 2, la rentabilidad media de las ECR jóvenes en el periodo de estudio fue del 1,2 % mientras que la de las ECR más maduras fue del 10,2 %.

Existen maneras alternativas de calcular la rentabilidad de estas entidades, como, por ejemplo, la que proponen SpainCap y EY⁷, que consiste en una TIR neta, estimada utilizando los flujos diarios de las inversiones y las distribuciones de capital, además del valor de mercado de los activos netos. La información para realizar este cálculo la aportan, en el último de los informes publicados, un total de 51 gestoras y se refiere a 194 fondos españoles de capital privado, lo que representa un 47 % de la población de estudio y un 64 % de las aportaciones de capital totales. La rentabilidad media calculada de esta manera para las entidades de edad superior a 2 años (158 de las 194) y el periodo 2006-2023 es del 11,2 %. La CNMV no dispone en sus estados reservados de los datos de flujos aludidos en la definición de la TIR y, en consecuencia, no se puede realizar un contraste similar para el conjunto de la población. Sin embargo, se puede entender que, en el fondo, la diferencia entre la TIR y la medida de rendimiento descrita en este trabajo, más convencional y basada en el cociente entre los resultados y el patrimonio, tiene que ver, sobre todo, con la manera temporal de incorporar la información, más que con temas puramente conceptuales. De hecho, la rentabilidad media que se obtiene en este estudio para el periodo 2013-2024 y las entidades de edad superior a los 3 años es del 10,2 %, una cifra que no se desvía sustancialmente del 11,2 % comentado.

Rentabilidad de las entidades capital riesgo

GRÁFICO 12



Fuente: CNMV.

7 [III Estudio de la rentabilidad de los fondos de capital privado en España 2023.](#)

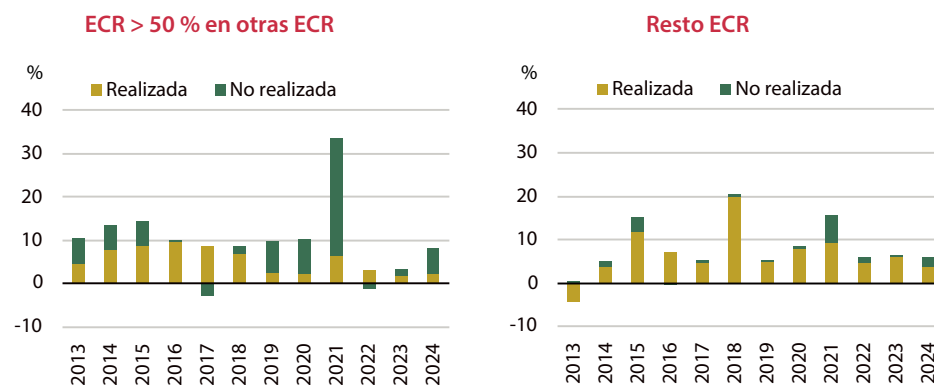
%

	Realizada	No realizada	Total
ECR hasta 3 años	-3,73	4,90	1,17
ECR mayor 3 años	8,21	2,00	10,22
Total	6,03	2,58	8,61

Fuente: CNMV.

Para continuar con el análisis de la diferencia de rendimiento entre las ECR más jóvenes y las más maduras, distinguiendo el componente *realizado* del *no realizado* se obtiene que la media de rendimiento *realizado* de las ECR más jóvenes resulta negativa, -3,7 % de media en el periodo, frente al 8,2 % de media de las ECR de antigüedad superior. El rango de la rentabilidad *realizada* de las ECR jóvenes es más estrecho, al moverse entre el -7,0 % (de 2019) y el 0,1 % (de 2020), mientras que el de las ECR más maduras es bastante más amplio, al oscilar entre el -2,6 % (2013) y el 20,1 % (2018). También se observan diferencias interesantes en relación con el rendimiento *no realizado*, que es positivo y bastante estable en las ECR más jóvenes, mientras que en las más maduras puede tomar valores muy diferentes, e incluso negativos en varios años del estudio. Como punto en común destaca el elevado rendimiento *no realizado* para ambos tipos de entidades en el año 2021.

Finalmente, el análisis que considera dos grupos de ECR: uno que incluye aquellas entidades que invierten más del 50 % en otras ER y otro que abarca el resto de las entidades, revela que la rentabilidad *realizada* del segundo grupo es mayor; en promedio, del 6,6 % frente al 5,4 % del primer grupo (véase gráfico 13). Es decir, la rentabilidad *realizada* de las ECR que invierten con más intensidad en las compañías de forma directa es más alta que la de las ECR que invierten en otras ECR y que de alguna manera pueden estar algo más diversificadas. Hay años puntuales en los que esta diferencia es particularmente elevada, como en 2018 y 2021, cuando las ECR que invierten en otras ECR mostraron rentabilidades próximas al 6 % (en ambos ejercicios), mientras que las demás obtuvieron una rentabilidad *realizada* del 19,9 % y el 9,4 %, respectivamente. También se observan diferencias notables en la cuantía de los resultados *no realizados*, que son notablemente superiores en las ECR que invierten en otras ECR, hecho que en parte puede explicarse por la mayor facilidad que les puede suponer a estas ECR ajustar al alza el valor de su patrimonio neto si disponen de información de calidad sobre el valor de las ECR en las que invierten.



Fuente: CNMV.

7 Apalancamiento

Se puede definir el *apalancamiento* como aquella exposición a inversiones (presentes o futuras) que exceden el capital o patrimonio de la propia entidad. Las ECR se pueden apalancar a través de endeudamiento financiero, recurriendo a préstamos, créditos u otros tipos de deuda para financiar sus inversiones. También es frecuente que asuman compromisos de compra de activos en el futuro, es decir, que se comprometan a realizar compras o inversiones futuras en proyectos objeto de su inversión. Asimismo, aunque en menor medida, incurren en apalancamiento a través de operaciones con instrumentos derivados. Adicionalmente, las ECR pueden asumir un apalancamiento indirecto como consecuencia de la inversión en otras compañías o en ECR que están a su vez apalancadas. Este apalancamiento indirecto no se ha analizado debido a la limitación de los datos disponibles.

Por lo que respecta al apalancamiento directo a través de endeudamiento, las ECR a finales de 2024 registraban en sus balances unas deudas totales de 2.313 millones de euros, de las que solamente 7 millones provenían de préstamos participativos. La financiación se obtiene principalmente de préstamos y créditos concedidos por entidades de crédito (1.507 millones de euros), así como de otras entidades (410 millones). El importe de «Otras deudas» ascendía a 389 millones. Considerando todas estas partidas, la ratio de endeudamiento financiero representaba un 5,3 % respecto al patrimonio final de las ECR en 2024 (43.650 millones de euros, sin incluir las EICC).

En el cuadro siguiente se muestra la evolución de la ratio de endeudamiento en los últimos 5 ejercicios, desde diciembre de 2020 a diciembre de 2024. Se observa que el endeudamiento financiero ha disminuido en el periodo, desde un máximo del 8,8 % en 2020 hasta niveles próximos al 5 % en los 2 últimos ejercicios. En cualquier caso, se trata de cifras de endeudamiento moderadas.

Préstamos, créditos y otras deudas contraídas por las ECR

CUADRO 3

Millones de euros

	2020	2021	2022	2023	2024
Préstamos participativos	10,2	11,5	15,0	8,4	6,9
Préstamos y créditos de entidades de crédito	836,9	938,7	1.133,0	1.136,5	1.506,7
Préstamos y créditos de otras entidades	400,0	501,3	494,0	355,2	409,9
Otras deudas	173,3	191,2	393,0	273,8	389,3
Total deudas	1.420,4	1.642,7	2.035,0	1.773,8	2.312,9
Patrimonio	16.084,3	23.898,0	28.224,0	34.858,0	43.650,2
% Deudas s/ patrimonio	8,8 %	6,9 %	7,2 %	5,1 %	5,3 %

Fuente: CNMV.

A partir de la información fuera de balance que remiten las ECR anualmente, se ha accedido a las cifras de compromisos por inversiones futuras, así como a los compromisos asumidos a través de instrumentos derivados⁸. Según esta información, a finales de 2024, la cuantía de las inversiones futuras comprometidas ascendía a 20.068 millones y la exposición a través de derivados, a 425 millones adicionales.

Dada la idiosincrasia de las ECR, en las que existen compromisos tanto por la parte del activo (inversiones) como del pasivo (aportaciones exigidas a socios y partícipes), se puede considerar que los compromisos de inversiones futuras no generarían apalancamiento en la medida en que las aportaciones comprometidas por los socios y partícipes se materialicen con anterioridad al momento en que el fondo se compromete a realizar el desembolso de la inversión comprometida. En el conjunto del sector de las ECR españolas, al cierre de 2024, el patrimonio total comprometido y no exigido ascendía a 27.968 millones de euros, cifra significativamente superior a los compromisos de inversiones futuras (20.068 millones de euros). En consecuencia, de estar ajustados temporalmente ambos compromisos, no habría generación de apalancamiento por esta vía.

Al dejar al margen los compromisos por inversiones futuras, quedarían únicamente los instrumentos derivados como fuente de apalancamiento. De acuerdo con la información disponible, la exposición bruta a través de derivados es insignificante en el sector del capital riesgo español (1,1 % del patrimonio en 2024).

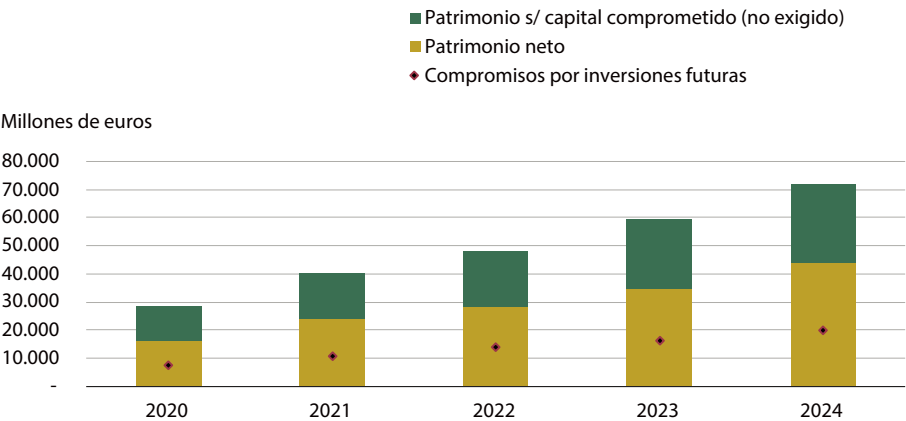
Si bien los compromisos por inversiones futuras no se han considerado como fuente de apalancamiento por las razones explicadas, conviene realizar un seguimiento de su importe respecto a las cifras de patrimonio actual y de patrimonio comprometido no exigido. El análisis que se presenta se ha realizado a nivel agregado, lo que puede provocar compensaciones de riesgos entre fondos. Por tanto, no se ha valorado a nivel de ECR individual el ajuste entre los flujos temporales de aportaciones al patrimonio y de salida de fondos para materializar la inversión comprometida.

En el siguiente gráfico se muestra la evolución del patrimonio neto, a final de cada uno de los cinco últimos ejercicios, y del patrimonio comprometido no exigido de todas las ECR españolas, sin considerar las EICC ni los FILPE. También se muestran los compromisos asumidos por inversiones futuras. El peso de estos compromisos sobre la suma del patrimonio presente y comprometido futuro (aún no exigido) se ha mantenido relativamente estable durante el periodo, con un mínimo del 26,8 % en 2020 y un máximo del 30,1 % en 2022.

8 Estas cifras no han sido verificadas ni contrastadas con las reflejadas en las auditorías.

Compromisos futuros de inversión, patrimonio actual y comprometido (no exigido)

GRÁFICO 14



Fuente: Estados de información reservada de la CNMV.

8 Conclusiones

El capital riesgo ha experimentado un crecimiento realmente importante durante la última década debido a la coexistencia de varios elementos, entre los que destaca un contexto económico favorable, que ha impulsado el emprendimiento empresarial y la creación de *starts-ups*, y una situación de tipos de interés históricamente reducidos, que ha hecho que buena parte de los inversores busquen en el sector del capital riesgo alternativas de rendimiento más atractivas. En los últimos años, incluso con una reversión de esta situación, con tipos de interés y una inflación más elevados, el sector del capital riesgo ha continuado creciendo tanto en número de entidades como en patrimonio. El marco regulatorio, con la Ley 22/2024 y la Ley 18/2022 también ha jugado a favor de la expansión de este sector, al flexibilizar las opciones de inversión de las ECR y, más recientemente, al permitir la entrada —sujeta a determinados requisitos— de inversores minoristas con cuantías inferiores.

Los datos recibidos por la CNMV indican que el número de ECR era de 1.256 a finales de 2024, casi 1.000 entidades más que en 2013. Además, su patrimonio se situaba cerca de los 48.000 millones de euros, lo que supone solo un 10 % del patrimonio total de las IIC, pero muestra igualmente un crecimiento muy importante, en particular desde 2019. El número de inversores alcanza ya los 90.993 y el tamaño medio de la inversión de estos es de 473.000 euros. Las personas físicas suponen el 60,6 % de los inversores totales, pero reducen su participación al 14 % del volumen de inversión. Las entidades no financieras y otras entidades financieras representan el grupo con mayor volumen de inversión, con un 35 % del total. Los volúmenes de inversión de las ECR son crecientes y relativamente concentrados en pocas operaciones. Los operadores internacionales continúan ejecutando la mayor parte de las operaciones de mayor tamaño, con una inversión media de 3,5 millones de euros en 2024. Las estimaciones de rendimiento de las ECR revelan que este fue, de media, del 8,6 % en el periodo de análisis, encontrándose diferencias importantes entre el rendimiento de las ECR más jóvenes (1,2 %), cuyas inversiones no son aún maduras y, por tanto, no generan beneficios, y el resto de las ECR (10,2 %).

En ocasiones se presenta el capital riesgo como un sector competidor de otras fuentes de financiación como el crédito bancario tradicional o el recurso a los mercados de capitales. Sin embargo, la información disponible revela que las ECR financian compañías de tamaño relativamente pequeño en segmentos en los que el crédito bancario es muy escaso o costoso y la financiación en los mercados no es posible. Por ello, es más frecuente que las ECR financien, en forma de acciones no cotizadas o de otras ECR, compañías de sectores con un gran componente tecnológico y de innovación, y por importes de hasta 10 millones de euros, representando este rango de inversión el 50 % del volumen de las inversiones. Cabe destacar, asimismo, el papel que juegan las ECR de carácter público como Fond-ICO Next Tech, Fond-ICO Global y Fond-ICO Pyme, con un volumen de patrimonio comprometido de 8.750 millones de euros y con el objetivo de fomentar proyectos de nuevas tecnologías, sostenibilidad, impacto social y ecosistemas, entre otros.

Desde el punto de vista de la estabilidad financiera, los riesgos que se perciben en relación con estas actividades y entidades están relativamente acotados. Por una parte, el riesgo de desajuste de liquidez es menos relevante en este caso o, al menos, no tiene la misma dimensión que en otras entidades, en la medida en que las ECR son de carácter cerrado. Esta estructura evita el riesgo de incrementos súbitos e inesperados de reembolsos que podrían no ser atendidos con los activos disponibles. En las ECR los inversores conocen el horizonte de largo plazo de la inversión y la práctica habitual que el capital se vaya desembolsando de forma progresiva. Por otra parte, el riesgo derivado del apalancamiento de estas entidades también parece limitado por el hecho de que los compromisos asumidos por inversiones futuras están cubiertos con el patrimonio comprometido. Por otra parte, el endeudamiento financiero y la exposición a través de derivados presentan cifras reducidas: en conjunto, un 6,4 % del patrimonio en 2024. Posiblemente el riesgo más importante para la estabilidad financiera venga de la mano de las interconexiones entre entidades. La monitorización de estas interconexiones no es una tarea fácil para los supervisores, en la medida en que la limitación de la información es relativamente habitual en el ámbito del capital riesgo.

Con todo, la magnitud del capital riesgo tanto en España como en la Unión Europea sigue siendo pequeña en relación con la observada en otras jurisdicciones como, por ejemplo, en EE. UU. Su avance es deseable, no solo por esa complementariedad ya comentada que muestra respecto de otras fuentes de financiación, sino también por el papel que juega en el desarrollo tecnológico, que es fundamental para la competitividad y el incremento de productividad de la economía. En este sentido, la labor de los supervisores financieros debe ser la de facilitar lo máximo posible el avance de esta actividad, mediante una normativa adecuada, pero siempre centrada en la protección del inversor y el mantenimiento de la estabilidad financiera.

Bibliografía

Aseadi (2024). «El futuro del Private Equity en España». Disponible en: <https://aseafi.es/el-futuro-del-private-equity-crescenta>

Circular 11/2008, de 30 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las entidades de capital-riesgo. Disponible en: <https://www.boe.es/eli/es/cir/2008/12/30/11>

CNMV (2021). «Comunicación de hecho específicamente relevante para Helia Renovables, FCR». Disponible en: <https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?e=JrjKCMbW33Rrj8yyl15CnLojc5caDaczWitwUsYwRmRQSRhodt1K2vXNhAR3mLSV>

Eurostat (2025). «Gross domestic product, current prices». Disponible en: <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/teinao10/default/table?lang=en>

Funds People (2025). «Medición de la rentabilidad en el private equity – capítulo 1». Disponible en: <https://fundspeople.com/es/glosario/medicion-de-la-rentabilidad-en-el-private-equity-capitulo-1/>

Investeurope (2025). «Capital Under Management & Dry Powder». Disponible en: <https://www.investeurope.eu/research/activity-data/capital-under-management-dry-powder/>

Investeurope (2025). *Investing in Europe: Private Equity Activity 2024*. Disponible en: https://www.investeurope.eu/media/aywhjtsp/20250508_invest-europe_pe-activity-data-2024-report.pdf

Investeurope (2023). «New Record for European Private Equity in 2023». Disponible en: <https://www.investeurope.eu/news/newsroom/new-record-for-european-private-capital-under-management-as-industry-reaches-115tn-in-2023/>

JRC –Comisión Europea (2021). «Venture Capital in Europe. Evidence-based insights about Venture Capitalists and venture capital-backed firms». Disponible en: <https://publications.jrc.ec.europa.eu/repository/handle/JRC122885>

Ley 18/2022 de creación y crecimiento de empresas. Disponible en: <https://www.boe.es/boe/dias/2022/09/29/pdfs/BOE-A-2022-15818.pdf>

Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la

Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Disponible en: <https://www.boe.es/eli/es/l/2014/11/12/22/con>

Ministerio de Industria y Turismo (2025). «Cifras pyme». Disponible en: <https://ipyme.org/Publicaciones/Cifras%20PYME/CifrasPyme-diciembre2024.pdf>

Ministerio de Industria y Turismo (2019). *Marco estratégico en política de pyme 2030*. Disponible en: <https://industria.gob.es/es-es/Servicios/Marcoestrategico-Pyme/Marco%20Estratégico%20PYME.pdf>

SpainCap (2024). *III Estudio de la Rentabilidad de los Fondos de Capital Privado en España 2023*. Disponible en: <https://www.spaincap.org/storage/documents/III%20Estudio%20de%20Rentabilidad.pdf>

¿Impactan las controversias ASG en el rendimiento de las compañías cotizadas?

Jesús González Redondo (*)
María Isabel Cambón Murcia

(*) Jesús González Redondo y María Isabel Cambón Murcia pertenecen al Departamento de Estudios y Estadísticas de la Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales.

Índice

Resumen	95
1 Introducción	97
2 Datos	99
3 Análisis empírico	103
3.1 Análisis en el ámbito de las compañías	104
3.2 Análisis por sectores	107
3.3 Análisis por tipo de controversia ASG	108
4 Conclusiones	111
Bibliografía	113
Anexo	115

Índice de gráficos

Gráfico 1	Tipos de controversias en materia ASG	99
Gráfico 2	Controversias en materia ASG por sectores	100
Gráfico 3	Evolución temporal de las controversias en materia ASG	101

Índice de cuadros

Cuadro 1	Rendimientos acumulados anormales (CAR)	105
Cuadro 2	Rendimientos acumulados anormales (CAR) de controversias ASG específicas	107
Cuadro 3	Rendimientos acumulados anormales (CAR) por sectores	108
Cuadro 4	Rendimientos acumulados anormales (CAR) por tipo de controversia ASG	109
Cuadro A.1.1	Rendimientos acumulados anormales (CAR)	115
Cuadro A.1.2	Rendimientos acumulados anormales (CAR) por sectores	116
Cuadro A.1.3	Rendimientos acumulados anormales (CAR) por tipo de controversia ASG	116
Cuadro A.2.1	Rendimientos acumulados anormales (CAR)	117
Cuadro A.2.2	Rendimientos acumulados anormales (CAR) por sectores	118
Cuadro A.2.3	Rendimientos acumulados anormales (CAR) por tipo de controversia ASG	118

Resumen

Las empresas están prestando, en términos generales, más atención y esfuerzos a medidas enfocadas a mejorar sus actividades y comportamiento en relación con el medio ambiente, su compromiso social y su propia gobernanza. La información publicada por las compañías en esta materia es seguida con interés por parte de los inversores y, en ciertos casos, existe un cierto temor a que algunas de ellas hagan pública una información selectiva en el ámbito de la sostenibilidad que pueda diferir de su comportamiento real en la materia. Este fenómeno, conocido como *greenwashing*, genera una preocupación creciente, que ha llevado a reguladores e inversores a intensificar su interés por corroborar si los compromisos y objetivos en materia medioambiental, social y de gobernanza (ASG) anunciados por las empresas van acompañado por las acciones correspondientes.

El objetivo de este estudio es detectar si la aparición de controversias ASG, que hacen referencia a la disputa que hay entre la empresa y sus grupos de interés en este ámbito, incluidas las autoridades, impacta en el rendimiento de las principales compañías cotizadas españolas que forman parte del índice Ibex 35. Las controversias engloban todo tipo de indicios, acusaciones, alegaciones y hechos probados en materia ASG. En general, todas ellas suelen representar indicios más o menos probados de incumplimientos de *soft law* o *hard law* (en terminología anglosajona). Solo algunas controversias derivan en *greenwashing*. La cuestión es relevante porque la aparición de un número significativo de controversias, con diferentes grados de importancia, puede afectar a la confianza de los inversores si estos las interpretan como un indicador de *greenwashing* o, incluso, de incumplimientos legales o regulatorios. Los resultados para el periodo 2020-2024 muestran que las controversias impactan negativamente, pero de forma limitada, en el rendimiento de las acciones de las compañías cotizadas y que lo hacen principalmente en los primeros días tras su conocimiento. Este efecto puede verse afectado, además, por la publicación de otras informaciones relevantes sobre las empresas. Por sectores, los impactos más significativos se identifican en el farmacéutico y el de la energía.

Los resultados se explican por los efectos de un número reducido de controversias de severidad elevada que pertenecen al ámbito de la gobernanza, mientras que las de tipo medioambiental y social no resultan estadísticamente significativas en su conjunto. No obstante, cabe señalar que la interpretación de los resultados puede verse limitada por la ausencia de una clasificación de las controversias conforme a criterios de recurrencia, severidad e impacto, así como por su elevado grado de diversidad y la variedad de estas en cuanto a su naturaleza.

Aunque los resultados pueden considerarse relativamente débiles por su impacto limitado y su significatividad reducida a unos pocos tipos de controversias, sí son útiles para poner de manifiesto la relevancia creciente que los participantes del mercado otorgan a las cuestiones ASG y, sobre todo, para continuar monitorizando el desempeño y la evolución de aquellas compañías que concentran un número significativo de controversias o de severidad más elevada.

1 Introducción

Las empresas juegan un papel clave en la transición a una economía de cero emisiones netas¹, lo que puede implicar una profunda transformación de sus actividades para que sean compatibles con el cumplimiento de los objetivos de los Acuerdos de París y la regulación establecida al efecto por la Unión Europea y las propias autoridades nacionales. A su vez, los inversores muestran cada vez mayor preocupación por el cambio climático, las cuestiones sociales y todos los aspectos relacionados con el gobierno corporativo de las empresas, lo que se traduce en un mayor escrutinio sobre las compañías en este ámbito. Se produce lo que se conoce como *doble materialidad*, que recoge tanto el impacto en la compañía como el de esta en el exterior derivado de las cuestiones sobre el medio ambiente y la sociedad, así como de gobierno corporativo.

Como consecuencia de ello, las empresas están adoptando medidas para mejorar sus actividades y comportamiento en relación con el medio ambiente, a la vez que refuerzan su compromiso social y su propia gobernanza. Así, aunque las empresas hacen pública cada vez más información sobre esta materia², no siempre su calidad, su representatividad o su grado de comparabilidad es el idóneo. Por ello los inversores están prestando mayor atención a la información revelada por las compañías, por el temor de que algunas de ellas puedan realizar una divulgación selectiva de su información sobre sostenibilidad que difiera de su verdadero comportamiento en este ámbito. Este fenómeno, conocido como *greenwashing*³, genera una preocupación creciente que ha llevado tanto a reguladores como a inversores a prestar un interés creciente por corroborar si los compromisos y objetivos ASG anunciados por las sociedades van acompañados por las acciones correspondientes.

En este marco surge el concepto de *controversias ASG*, que hacen referencia al conflicto o desacuerdo que hay entre dos o más partes implicadas con relación a una cuestión, en ese caso de carácter medioambiental, social y de gobernanza. Las

1 Las Naciones Unidas definen el *cero neto* como «el recorte de las emisiones de gases de efecto invernadero hasta dejarlas lo más cerca posible de emisiones nulas, con algunas emisiones residuales que sean reabsorbidas desde la atmósfera mediante, por ejemplo, el océano y los bosques».

2 La CNMV detalla cada año, desde hace cuatro, los aspectos más relevantes de las actividades de supervisión realizadas por la institución sobre los [estados de información no financiera](#) (EINF, IS, o Informes de Sostenibilidad) de los emisores de valores admitidos a negociación en mercados regulados de la Unión Europea, cuando España sea Estado miembro de origen. El EINF forma parte del informe de gestión y, por tanto, del informe financiero anual que deben elaborar y publicar los emisores. Adicionalmente, la CNMV ha publicado [dos informes](#) sobre los desgloses relativos a la Taxonomía Europea.

3 Aunque no hay una definición común de *greenwashing*, los reguladores europeos (ESMA, 2023) lo han definido como una práctica en la que las declaraciones, acciones o comunicaciones relativas a sostenibilidad no reflejan clara y fielmente el perfil de sostenibilidad de una entidad, un producto o un servicio financiero. Esta práctica puede resultar engañosa para los consumidores, inversores y otros participantes del mercado.

controversias engloban todo tipo de acusaciones y alegaciones, así como indicios más o menos probados de incumplimientos de las distintas normativas en esta materia (tanto de *soft law* como de *hard law*). Las controversias surgen, por tanto, cuando una de las partes implicadas —los denominados *stakeholders* o grupos de interés⁴ de la empresa— pone de manifiesto su desacuerdo con la compañía en relación con cuestiones ASG y lo hace público a través de un medio de comunicación. Por tanto, las controversias ASG recogen los desacuerdos puestos de manifiesto por los grupos de interés respecto de las informaciones relativas a la sostenibilidad facilitadas por la empresa y las acciones llevadas a cabo por esta en esa materia, lo que únicamente deriva en *greenwashing* en un número reducido de ocasiones.

El objetivo de este estudio es detectar si la aparición de controversias ASG impacta en el rendimiento de las principales compañías cotizadas españolas que forman parte del índice Ibex 35. Esta cuestión es relevante porque la aparición de un número significativo de controversias, con diferente grado de importancia, puede afectar a la confianza de los inversores y, por tanto, al mercado, si estos creen que dichas controversias pueden ser un indicador de posibles fenómenos de *greenwashing* o de actuación irregular o delictiva. Los riesgos derivados de la aparición de estos fenómenos tienen un elevado coste reputacional y económico para las compañías y, por extensión, para los participantes del mercado. Con este objetivo, se han recopilado datos de las controversias ASG que han afectado a las compañías cotizadas españolas que forman parte del Ibex 35 entre los años 2020 y 2024 y se ha evaluado su potencial impacto en el rendimiento de sus acciones mediante un estudio de eventos que estima los rendimientos anormales acumulados (CAR, *cumulative abnormal returns*) de la acción de cada compañía que sea objeto de una controversia ASG.

La evidencia empírica de otros estudios similares es limitada. Los resultados de un estudio de Mazzacurati, Balitzky y Piazza (2023) para la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) sobre 600 empresas cotizadas europeas del índice Stoxx Europe 600 en el periodo 2020-2021 no encontró una relación clara y sistemática entre las controversias ASG y el rendimiento de las acciones de las compañías, limitándose a un número reducido de empresas y a unos sectores concretos. Otros estudios como el de Du (2015) para China en los años 2011 y 2012 encontraron una evidencia negativa entre el rendimiento de las acciones y los incidentes de *greenwashing*, al igual que sucedió en el trabajo de Gatti, Gianfrate y Palma (2023), en el que también se encontró una evidencia negativa entre las distintas medidas de *greenwashing* y el tamaño de las empresas medido a través de la *q* de Tobin.

Este trabajo presenta en la siguiente sección una descripción de los datos empleados en el estudio, la sección 3 describe la metodología utilizada y los resultados en el ámbito de las compañías, del sector y del tipo de controversia y, finalmente, en la sección 4 se ofrecen las conclusiones. Los anexos incorporan los resultados de estimaciones alternativas con fines de robustez.

4 Los grupos de interés pueden ser internos (como los propios empleados, accionistas o directivos de la compañía) o externos (clientes, proveedores, autoridades o la comunidad en la que la empresa desarrolla sus actividades).

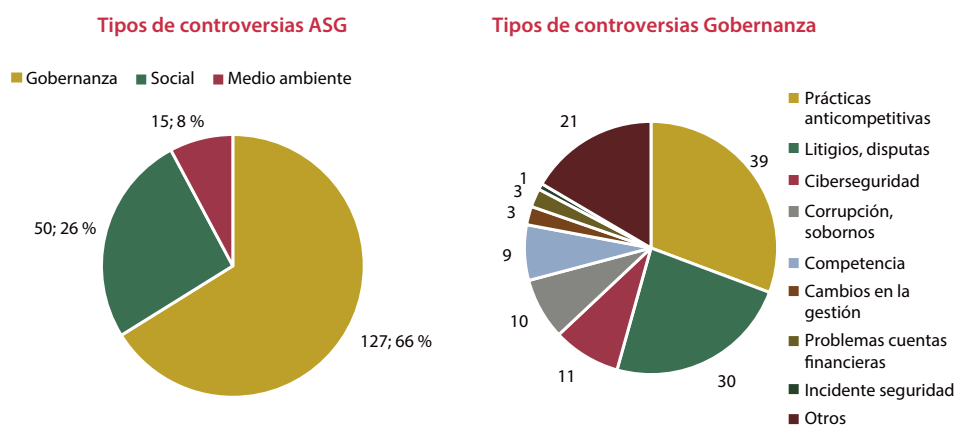
2 Datos

Para realizar el estudio se han utilizado los rendimientos diarios de las acciones de las compañías que forman parte del índice Ibex 35 y del propio Ibex 35 entre el 1 de enero de 2020 y el 31 de diciembre de 2024. Dados los cambios de composición en el índice, el trabajo ha analizado más de 35 compañías⁵. Para obtener estos rendimientos se ha empleado la base de datos Bloomberg.

Por otra parte, se ha recopilado información sobre las controversias en materia ASG que han afectado a estas compañías en el periodo considerado. Estas se han obtenido de Bloomberg y se han complementado con datos de Refinitiv (LSEG). En total, se ha recabado información de un total de 192 controversias en materia ASG en este periodo, que afectan a 29 sociedades cotizadas. De ellas se conoce la fecha en que se hicieron públicas y una descripción de estas, y se han clasificado en relación con la materia (A, S o G) a la que hacen referencia. Como se observa en los paneles del gráfico inferior, la mayor parte de las controversias encontradas pertenecen al ámbito de la gobernanza, un total de 127 de las 192 (el 66 %). El número de controversias relacionadas con el medio ambiente fue de 15 (8 % del total) y con temas sociales fue de 50 (26 % del total). Dentro de las controversias en materia de gobernanza cabe destacar, por su número, aquellas relacionadas con prácticas anti-competitivas (39) y con litigios o disputas (30).

Tipos de controversias en materia ASG

GRÁFICO 1



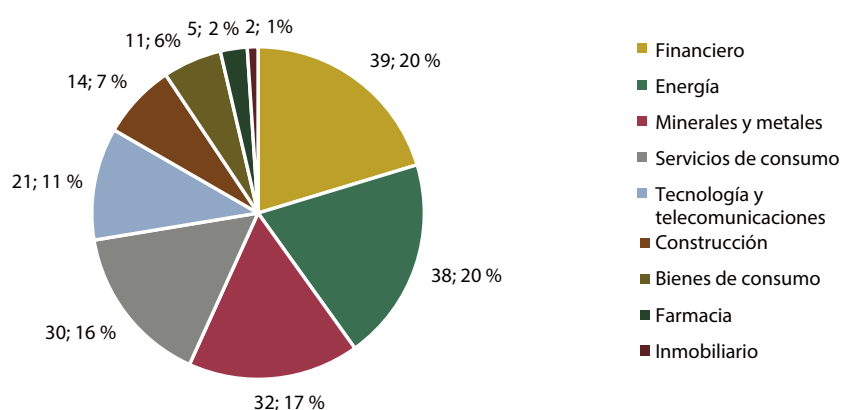
Fuente: Elaboración propia a partir de información de Bloomberg y Refinitiv.

5 El trabajo analiza los datos de las 35 compañías que componen el índice a fecha junio de 2025, así como de Meliá Hotels, que formó parte del índice hasta julio de 2024, cuando fue sustituida por Puig Brands.

El análisis sectorial revela que los sectores con más controversias en materia ASG fueron el financiero y el de las compañías energéticas, con un 20 % cada uno; el de minerales y metales, con un 17 %, y el de servicios de consumo, con un 16 %. Cabe señalar que no todos los sectores se vieron afectados en igual medida por el mismo tipo de controversia: así, por ejemplo, el sector de la construcción y el de la energía concentraron las de prácticas anticompetitivas, mientras que el minerales y metales acumuló en mayor medida las de conflictos laborales, así como las de salud laboral y accidentes. Tampoco fue proporcional el número de compañías afectado dentro de cada sector. Así, en el sector financiero un total de 5 compañías (de un total de 7) presentaron 37 controversias ASG (solo 2 de ellas acumularon 24), mientras que en el sector de los servicios de consumo casi todas se concentraban en una única sociedad.

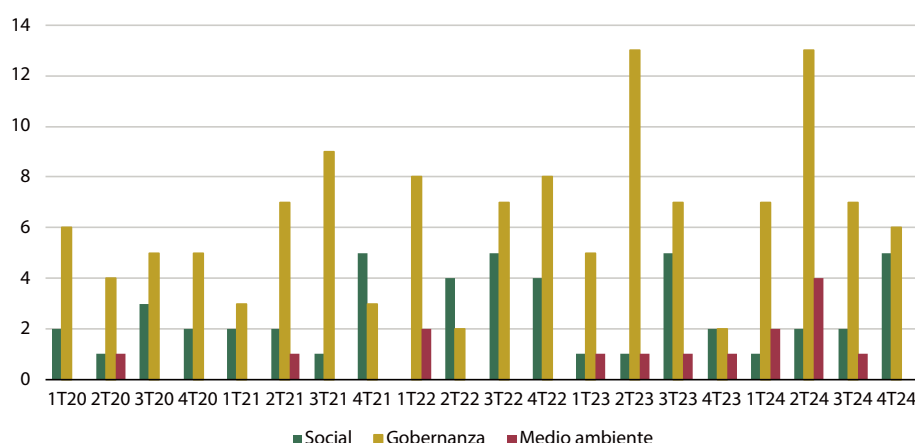
Controversias en materia ASG por sectores

GRÁFICO 2



Fuente: Elaboración propia a partir de información de Bloomberg y Refinitiv.

Como se observa en el gráfico 3, el número de controversias conocidas en materia ASG ha presentado una tendencia creciente en el periodo de tiempo considerado. Esto podría atribuirse parcialmente a dos circunstancias: una menor actividad económica en los años 2020 y 2021, como consecuencia de los efectos de la pandemia, y un interés creciente de los agentes económicos y los medios por los eventos ligados a la sostenibilidad. La tendencia alcista del número de controversias es más evidente en el caso de las medioambientales, de las cuales no se observaba casi ninguna al principio de la muestra, acumulándose casi todas ellas en los dos últimos años. También es creciente el número de controversias en materia de gobernanza, con máximos en el segundo trimestre de 2023 y de 2024, con 13 controversias en cada uno de estos trimestres. En el caso de las controversias en materia social, la evolución temporal es más irregular, no sobrepasando ningún trimestre la cifra de 5 controversias.



Fuente: Elaboración propia a partir de información de Bloomberg y Refinitiv.

Como se ha señalado anteriormente, las controversias más relevantes corresponden al ámbito de la gobernanza, en el que, al margen de las más comunes relacionadas con litigios o disputas (30) y con prácticas anticompetitivas (39), ganan peso las originadas por incidentes de ciberseguridad (11) debido al impacto económico que tienen en las compañías, así como las relacionadas con posibles casos de corrupción y sobornos (10) por su elevado coste reputacional. Asimismo, aunque su número es reducido y se concentran en una única sociedad, destaca el elevado impacto tanto económico como reputacional de las controversias por problemas en las cuentas y la información financiera remitida al mercado (3). Del mismo modo, en el ámbito del medio ambiente las controversias por problemas medioambientales (9) tienden a circunscribirse a la actividad industrial internacional de las compañías energéticas y de metales y minerales, si bien ganan peso las relacionadas con acusaciones de *greenwashing* (6). Por su parte, la mayoría de las controversias en el ámbito social corresponden a conflictos laborales y huelgas (39).

Es preciso hacer una última matización en relación con la severidad y la representatividad de las controversias. No se dispone de un grado de severidad de estas y, por tanto, de su impacto potencial. Su selección se ha realizado de manera relativamente subjetiva, por lo que la gravedad o la severidad de dichas controversias puede no ser similar y, por tanto, *a priori*, no tendrían por qué dar lugar a movimientos anómalos de precios similares en las diferentes compañías. Esto hace que no sea posible explicar si las diferencias que se observan —en la siguiente sección— en relación con su impacto pueden deberse a estas disparidades en la severidad de las controversias o a que los inversores son más sensibles a determinados tipos de controversias. Aunque esto supone una limitación de este trabajo, sigue siendo de interés valorar hasta qué punto el conocimiento de dichas controversias puede impactar en el rendimiento de las acciones y si hay diferencia entre compañías, sectores o tipos de controversias.

3 Análisis empírico

Para valorar el potencial impacto de las controversias en el rendimiento de las acciones, se ha planteado un estudio de eventos que estima los rendimientos anormales acumulados o CAR de la acción de cada compañía que sea objeto de una controversia en materia ASG en varias ventanas temporales. De esta manera, se observa si el rendimiento registrado de la acción se desvía sustancialmente, en términos estadísticos, de su rendimiento esperado. Las ventanas de tiempo elegidas son 6: todas empiezan el día anterior al conocimiento del evento y finalizan 1, 2, 3, 5, 10 y 20 días después de este. Así, por ejemplo, el CAR[-1,3] nos informaría del rendimiento acumulado y no esperado de la acción en el periodo que empieza 1 día antes de conocerse la controversia y finaliza 3 días después. Como se ha comentado anteriormente, los efectos que se producen sobre la valoración de las compañías suelen ser de corto plazo.

El rendimiento esperado de las acciones se ha calculado mediante regresiones de los rendimientos diarios de las compañías siguiendo el modelo CAPM tradicional:

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_i r_t^M + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

donde $r_{i,t}$ es el exceso de rendimiento diario sobre la rentabilidad libre de riesgo y r_t^M es el exceso de rendimiento del índice de mercado sobre la rentabilidad libre de riesgo. En este caso se ha tomado como índice de mercado el Ibex 35. En este modelo, el rendimiento esperado para cada día, a partir del cual se acumularán para cada ventana específica, toma la siguiente forma:

$$E[r_{i,t}] = \hat{\alpha} + \hat{\beta} E[r_t^M] \quad (2)$$

El modelo básico estima este modelo de regresión para los 500 días anteriores al evento con el fin de evitar solapamiento con el periodo afectado por dicho evento. De forma alternativa, y con fines de robustez, se han estimado regresiones que incorporan los factores de Fama-French⁶, y también se han modelizado los rendimientos esperados atendiendo únicamente al rendimiento histórico de la variable. Estas dos estimaciones alternativas, que proporcionan resultados similares a las que se presentan a continuación, pueden encontrarse en los anexos A.1 y A.2.

6 El modelo de tres factores de Fama-French es un modelo de valoración de activos financieros que extiende el modelo CAPM añadiendo dos factores adicionales al riesgo de mercado para explicar mejor la rentabilidad de las acciones. Estos factores son el tamaño de la empresa (SMB) y el valor contable/valor de mercado (HML). Estos factores se han obtenido de la web [Kenneth R. French - Data Library](https://mba.tucker.yale.edu/kenneth-french/data-library/).

Este método de estimación calcula los rendimientos acumulados no esperados en cada ventana considerada y además indica si estos rendimientos son significativamente distintos de cero en términos estadísticos. A continuación, se presentan los resultados de este análisis empírico en una triple dimensión: en primer lugar, en el ámbito de cada compañía individual se observará si las controversias ASG aparecidas entre 2020 y 2024 han tenido un impacto (estadísticamente) significativo en su rendimiento. Este contraste se hace para cada controversia y para todas ellas en su conjunto. En segundo lugar, se realizará el mismo análisis para cada sector, con el fin de comprobar si las controversias han tenido un impacto diferencial en alguno de ellos. Finalmente, se analizará el contraste para cada tipo de controversia: A, S y G, para ver si existen diferencias relevantes entre el impacto estimado en el mercado de cada uno de ellos. De nuevo, cabe destacar que la selección de controversias tiene carácter subjetivo y no todas ellas podrían estar sujetas al mismo nivel de severidad, por lo que las diferencias que se encuentren pueden deberse a esta limitación o también al hecho de que el mercado esté valorando de forma diferente estos tipos de controversias.

3.1 Análisis en el ámbito de las compañías

Este epígrafe describe el resultado del análisis de eventos para cada compañía individual. El cuadro inferior presenta el rendimiento acumulado no esperado (CAR) para las seis ventanas objeto de análisis y su significatividad en términos estadísticos. Como se ha mencionado en el epígrafe descriptivo de los datos, no todas las compañías del Ibex 35 han sido objeto de controversias en materia ASG en el periodo 2020-2024. De hecho, estas controversias afectan a un total de 28 compañías⁷. De estas 28 sociedades, el estudio de eventos encuentra que en 9 de ellas (aproximadamente el 30 %) las controversias ASG tienen, en su conjunto, un efecto estadísticamente significativo en el rendimiento de la acción en los días posteriores al conocimiento de la controversia. Como se describe en epígrafes posteriores, este efecto se explica por un número relativamente reducido de controversias que se concentran en varias compañías.

Como se aprecia en el cuadro 1, el impacto es, en la mayor parte de los casos, negativo. Y es también más frecuente que este impacto negativo se observe en los primeros días tras conocerse la controversia. Cabe señalar que, en unos pocos casos, el rendimiento no esperado es positivo, lo cual parece contraintuitivo, pero se explica por solapamiento temporal de la controversia⁸ y la publicación o el conocimiento por parte del mercado de otra información relevante de carácter positivo que afecta al valor (como la publicación de beneficios empresariales, información relevante del negocio, cambios regulatorios, operaciones corporativas o tendencias del sector). Para el conjunto de las compañías, el modelo estima rendimientos negativos (y significativamente distintos de cero) que se prolongan, de media, hasta el quinto día después de conocerse la controversia y posteriormente no se observa ningún

7 Cabe tener presente que el universo de compañías de este estudio no son estrictamente las 35 que componen el índice, debido a los cambios de composición en dicho índice a lo largo del periodo de análisis.

8 Incluso puede tener lugar un solapamiento de controversias negativas y de información negativa que afecte al valor, lo cual podría contribuir a intensificar el tamaño negativo de su rendimiento.

efecto significativo. Este impacto negativo de los primeros días oscila entre el 0,50 % y el 0,81 % (este último se alcanzaría 2 días después del conocimiento de la controversia).

Rendimientos acumulados anormales (CAR)

CUADRO 1

%

Compañía ¹	CAR[-1; 1]	CAR[-1; 2]	CAR[-1; 3]	CAR[-1; 5]	CAR[-1; 10]	CAR[-1; 20]
ACS (3)	-0,06	-0,94	-0,29	-0,13	0,68	2,19
ACX (6)	0,89	0,84	0,73	0,93	0,68	-0,68
AENA (2)	-1,67	-1,96	-4,05*	-2,98	-4,86	-3,19
AMS (2)	2,83	0,90	-0,34	-2,55	-3,80	-3,86
ANA (2)	3,25	4,06	3,34	-0,35	1,32	5,07
BBVA (8)	1,13	1,05	0,54	0,80	1,75	2,65
CABK (2)	-1,01	-0,33	-0,27	2,35	2,03	1,58
CLNX (3)	-0,36	-0,80	1,13	0,53	-0,51	2,14
ELE (5)	-0,71	-1,02	-0,80	-0,86	-1,92	0,01
ENG (2)	-1,10	-4,5***	-5,15***	-4,67**	-6,11**	-7,55*
FDR (1)	-0,04	-0,95	-1,07	-1,79	-1,63	-7,33
FER (5)	1,97**	0,92	1,12	1,46	3,63*	3,26
GRF (4)	-9,67***	-13,99***	-15,64***	-15,38***	-11,98**	-2,67
IAG (26)	-1,21	-0,90	-0,84	-0,18	1,05	1,55
IBE (7)	-0,46	-0,05	0,90	0,48	0,38	2,20
ITX (11)	-0,48	-0,07	-0,42	-0,19	-0,00	-1,38
MAP (2)	-2,81	-3,76*	-4,26*	-3,10	-0,68	-2,34
MRL (2)	-0,45	-0,20	-0,50	-1,09	0,64	3,26
MTS (26)	0,32	0,29	0,52	0,79	-0,40	0,34
NTGY (2)	0,56	0,12	1,56	0,83	3,93	8,43**
REP (22)	-0,26	-1,29*	-1,02	-1,43	-1,86	-1,67
ROVI (1)	-2,63	-5,87	-5,95	-6,20	-13,46	-14,23
SAB (6)	-1,92	-1,36	-0,77	-1,78	-3,6	-2,61
SAN (18)	0,17	0,11	-0,35	0,11	1,16	3,48**
SCYR (3)	-6,73***	-9,4***	-8,56***	-6,27**	-4,94	-7,52
TEF (16)	-0,68	-0,73	0,11	0,21	1,31	1,58
UNI (3)	1,19	1,48	2,89	1,47	0,04	-1,00
MEL (2)	-1,21	-3,02	-5,75**	-4,64	-9,87**	-27,96***
Total (192)	-0,50**	-0,81***	-0,71**	-0,59*	-0,39	0,18

Fuente: Bloomberg, Eikon Refinitiv y elaboración propia.

1 Entre paréntesis el número de controversias identificadas para cada compañía.

ACS (Actividades de Construcción y Servicios), ACX (Acerinox), AENA, AMS (Amadeus IT Group), ANA (Acciona), BBVA (Banco Bilbao Vizcaya Argentaria), CABK (Caixabank), CLNX (Cellnex Telecom), ELE (Endesa), ENG (Enagás), FDR (Fluidra), FER (Ferrovial), GRF (Grifols), IAG, IBE (Iberdrola), ITX (Inditex), MAP (Mapfre), MRL (Merlin Properties), MTS (Arcelormittal), NTGY (Naturgy), REP (Repsol), ROVI (Laboratorios Farmacéuticos Roví), SAB (Banco Sabadell), SAN (Banco Santander), SCYR (Sacyr), TEF (Telefónica), UNI (Unicaja Banco), MEL (Meliá Hotels).

* Significatividad al 10 %, ** significatividad al 5 % y *** significatividad al 1 %.

También puede ocurrir —y de hecho ocurre en la muestra de datos— que el análisis realizado para cada compañía no determine efectos significativos en su conjunto, pero sí puedan observarse determinadas controversias que impacten de forma importante en el rendimiento de la compañía. Esto es lo que se presenta en el cuadro inferior de forma parcial. Este cuadro incluye todas aquellas controversias específicas que han tenido un impacto significativo en el rendimiento de la compañía al menos en dos de las ventanas analizadas. En total esto ocurre en 21 controversias de las 192 analizadas, es decir, en algo más del 10 %. Estas 21 controversias corresponden a 14 compañías. Hay más controversias que han impactado en el rendimiento de las compañías, pero solo en 1 de las ventanas del estudio y no se presentan en el cuadro por motivos de brevedad. Esto último ocurre en otras 17 controversias (de 8 compañías).

En este análisis puede observarse cómo compañías como Acciona, BBVA, IAG, Iberdrola o Telefónica, por ejemplo, no presentaban rendimientos anormales (o no esperados) estadísticamente significativos como consecuencia de la publicación de sus controversias en su conjunto, pero sí que algunas de estas controversias individualmente han tenido un impacto, casi siempre negativo, en la cotización de la acción.

También cabe destacar, por la magnitud del CAR negativo estimado, determinadas controversias que han afectado con más intensidad a compañías como Enagás, Grifols, IAG o Sacyr. En el caso de todas ellas, se trata de controversias que directamente implican o pueden llegar a implicar un elevado coste económico en los resultados de las empresas. Los casos más significativos son: i) el de Grifols, en el que un participante del mercado hace públicos sendos informes en los que muestra sus dudas sobre la veracidad de las cuentas de la compañía, lo que, de resultar cierto, podría tener importantes efectos negativos para la compañía no solo desde el punto de vista reputacional, sino también por las sanciones legales y económicas que podrían derivarse de los hechos, y ii) el de Sacyr, en el que la pérdida de un arbitraje por parte de la compañía la condena a hacer frente a una indemnización significativa. Otros casos relevantes son los de Enagás, en el que la compañía se enfrentaba a un arbitraje por un gaseoducto en Perú, o el de IAG, que acusaba los efectos del inicio de una investigación por prácticas anticompetitivas.

Rendimientos acumulados anormales (CAR) de controversias ASG específicas¹

CUADRO 2

%

Compañía ²	CAR[-1; 1]	CAR[-1; 2]	CAR[-1; 3]	CAR[-1; 5]	CAR[-1; 10]	CAR[-1; 20]
AENA (19/07/2024)	-3,50*	-3,46*	-4,75**	-4,07	-8,62**	-8,43*
ANA (07/07/2022)	6,92**	8,33**	7,69**	2,04	1,77	7,03
BBVA (06/02/2020)	5,23***	5,51***	4,40**	5,35**	1,60	0,61
BBVA (03/06/2024)	-4,89***	-4,89**	-3,61	-3,05	-5,47	-3,17
BBVA (30/10/2024)	4,19**	4,73**	6,68***	4,69	5,35	1,62
ENG (30/06/2023)	-2,59	-8,80***	-10,17***	-10,66***	-11,56***	-10,50**
FER (23/06/2022)	5,03**	3,60	3,01	5,88*	10,61**	14,64**
GRF (09/01/2024)	-19,71***	-36,61***	-48,50***	-46,04***	-44,16***	-29,10**
GRF (28/11/2024)	-21,14***	-25,11***	-24,63***	-25,24**	-10,92	-9,47
IAG (19/02/2020)	-0,88	-1,73	-6,79*	-6,65	-26,75***	-65,25***
IAG (01/05/2020)	-3,87	-9,15*	-7,18	-9,67	-20,00**	-1,51
IAG (12/05/2020)	-10,11**	-11,07**	-10,20*	5,89	12,43	28,70**
IAG (17/09/2020)	-14,35***	-22,31***	-17,20***	-23,45***	-24,55**	-22,41
IAG (19/07/2024)	-6,43**	-6,51**	-7,30**	-5,13	-0,30	-1,39
IBE (31/03/2022)	0,15	1,22	4,98**	6,20**	4,83	11,81**
REP (16/04/2024)	-3,89	-5,83*	-6,22*	-7,92*	-8,40	-10,13
SAN (28/01/2020)	5,11***	5,20***	3,98**	4,71**	4,71*	5,98
SCYR (26/09/2020)	-25,72 ***	-21,11***	-30,95***	-24,13***	-24,86***	-30,39***
TEF (01/08/2023)	-7,93***	-8,96***	-8,71***	-8,81**	-5,89	-2,06
TEF (08/11/2024)	-3,50*	-3,98*	-4,37*	-2,46	-0,56	-1,79
MEL (21/02/2020)	-3,96	-5,27*	-7,14**	-3,74	-13,06**	-45,10***

Fuente: Bloomberg, Eikon Refinitiv y elaboración propia.

1 Se detallan los resultados de las controversias ASG individuales que han dado lugar a rendimientos anormales en las compañías en más de una de las ventanas consideradas.

2 Entre paréntesis se detalla la fecha de la controversia.

ACS (Actividades de Construcción y Servicios), ACX (Acerinox), AENA, AMS (Amadeus IT Group), ANA (Acciona), BBVA (Banco Bilbao Vizcaya Argentaria), CABK (Caixabank), CLNX (Cellnex Telecom), ELE (Endesa), ENG (Enagás), FDR (Fluidra), FER (Ferrovial), GRF (Grifols), IAG, IBE (Iberdrola), ITX (Inditex), MAP (Mapfre), MRL (Merlin Properties), MTS (Arcelormittal), NTGY (Naturgy), REP (Repsol), ROVI (Laboratorios Farmacéuticos Rovi), SAB (Banco Sabadell), SAN (Banco Santander), SCYR (Sacyr), TEF (Telefónica), UNI (Unicaja Banco), MEL (Meliá Hotels).

* Significatividad al 10 %, ** significatividad al 5 % y *** significatividad al 1 %.

3.2 Análisis por sectores

Este epígrafe presenta un análisis similar para cada uno de los sectores analizados con el fin de determinar si los efectos en los rendimientos de las acciones de las compañías tienden a ser más elevados en determinados sectores o no. Cabe recordar que las controversias identificadas entre 2020 y 2024 no se reparten de forma homogénea entre los diferentes sectores contemplados y que, de hecho, en algunos de estos sectores tienden a concentrarse en muy pocas compañías, a veces solo en

una. Como se comentó con anterioridad, el número más elevado de controversias ASG se observa en el sector financiero (39), en el de la energía (38), en el de los servicios de consumo (30) y en el de las tecnologías y telecomunicaciones (21). También cabe recordar que la severidad entre las controversias no tiene por qué ser similar, ni dentro de cada compañía, ni tampoco entre sectores o entre distintos tipos de controversias.

Hechas estas salvedades, el análisis revela que únicamente dos sectores, el de la energía y el farmacéutico, presentan rendimientos negativos como consecuencia del conocimiento de las controversias ASG. En el caso del sector de la energía, estos rendimientos acumulados negativos solo serían significativamente distintos de cero en el CAR[-1,2], es decir, hasta el segundo día tras el conocimiento de las controversias, y la caída del rendimiento sería algo superior al 1,1 % (véase cuadro 3).

En el caso del sector farmacéutico, el impacto negativo es mucho mayor y significativo en todas las ventanas excepto en la más larga, si bien en este caso cabe señalar que los efectos se explican exclusivamente por las controversias de una única compañía, Grifols. Esta sociedad, como se ha señalado anteriormente, fue objeto de la publicación por un participante del mercado de dos informes en los que se puso en duda la veracidad de sus cuentas, lo que tuvo una incidencia importante en el mercado e, incluso, requirió la actuación de la CNMV.

Rendimientos acumulados anormales (CAR) por sectores

CUADRO 3

Sector ¹	CAR[-1; 1]	CAR[-1; 2]	CAR[-1; 3]	CAR[-1; 5]	CAR[-1; 10]	CAR[-1; 20]
Bienes de consumo (11)	-0,48	-0,07	-0,42	-0,19	-0,00	-1,38
Construcción (14)	-0,24	-1,32	-1,04	-0,96	0,53	0,34
Energía (38)	-0,35	-1,11**	-0,71	-1,04	-1,36	-0,50
Farmacia (5)	-8,13***	-12,23***	-13,56***	-13,40***	-12,10**	-4,76
Inmobiliario (2)	-0,45	-0,20	-0,50	-1,09	0,64	3,26
Minerales y metales (32)	0,47	0,49	0,70	0,94	0,02	0,29
Financiero (39)	-0,05	-0,00	-0,14	0,06	0,46	1,70
Servicios de consumo (30)	-1,22*	-1,10	-1,36	-0,64	-0,04	-0,64
Tecnología y telecomunicaciones (21)	-0,29	-0,58	0,22	-0,00	0,58	1,17

Fuente: Bloomberg, Eikon Refinitiv y elaboración propia.

1 Entre paréntesis se detalla el número de controversias en cada sector.

* Significatividad al 10 %, ** significatividad al 5 % y *** significatividad al 1 %.

3.3 Análisis por tipo de controversia ASG

Finalmente, resta por presentar el análisis realizado para cada tipo de controversia ASG, distinguiendo las medioambientales, sociales y de gobernanza, si bien estas últimas se han dividido en otras nueve subcategorías, comentadas anteriormente. Como se observa en el cuadro inferior, las controversias medioambientales en su conjunto no han dado lugar a rendimientos anormales, al igual que en el caso de las controversias en materia social. Sin embargo, dentro de estos ámbitos sí es posible encontrar algunas controversias que, de modo individual, tienen un impacto en el rendimiento de las acciones. En el ámbito medioambiental, este sería el caso

de dos controversias relacionadas con acusaciones sobre *greenwashing* y, en el ámbito social, el de otras tres controversias relacionadas con conflictos laborales.

En materia de gobernanza, sí se observan rendimientos anormales —en términos agregados— tras la publicación de las controversias. Para el conjunto de las controversias en materia de gobernanza, el modelo estima rendimientos acumulados negativos y estadísticamente significativos en las tres primeras ventanas, es decir, hasta el tercer día después de conocerse las controversias. Estos rendimientos negativos oscilan entre el 0,65 % y el 1,01 %.

Por subcategorías de controversias en materia de gobernanza, se observan dos de ellas para las cuales se estiman rendimientos anormales negativos y estadísticamente significativos. Estos ocurren en la categoría de «problemas en las cuentas financieras» y en «otros». El rendimiento anormal es especialmente negativo en la primera de ellas y está relacionado, como se ha señalado anteriormente, con la compañía Grifols, mientras que los problemas en el caso de la categoría de «otros» tienen su origen en controversias asociadas a incumplimientos normativos y problemas técnicos externos que afectan a la compañía IAG.

El modelo también encuentra efectos positivos en el rendimiento de las acciones en el caso de las controversias en materia de competencia, que afectan, sobre todo, a las compañías financieras y que se explican por su solapamiento temporal con la publicación de resultados financieros muy positivos de las sociedades afectadas y la tendencia fuertemente alcista del sector, lo que favoreció las revalorizaciones de sus cotizaciones. En estos casos, la metodología empleada no permite separar el efecto (*a priori*, negativo) derivado del conocimiento de la controversia del efecto de la publicación de las noticias financieras favorables.

Rendimientos acumulados anormales (CAR) por tipo de controversia ASG CUADRO 4

Tipo de controversia ¹	CAR[-1; 1]	CAR[-1; 2]	CAR[-1; 3]	CAR[-1; 5]	CAR[-1; 10]	CAR[-1; 20]
Medio ambiente (A) (15)	-0,70	-0,81	-0,68	-0,74	-0,90	-0,43
Social (S) (50)	-0,10	-0,27	-0,48	-0,47	-0,28	0,40
Gobernanza (G) (127)	-0,65**	-1,01***	-0,80**	-0,63	-0,33	0,19
Cambios en la gestión (3)	-0,81	-0,76	-0,95	-0,88	-0,02	1,99
Ciberseguridad (11)	-0,76	0,22	0,23	1,68	1,79	3,08
Competencia (9)	0,48	0,62	2,53**	3,07**	2,41	0,14
Corrupción, sobornos (10)	-0,22	-0,34	-0,44	0,20	-0,34	0,25
Incidente de seguridad (1)	0,07	1,59	1,79	0,90	1,09	-2,77
Litigios, disputas (30)	-0,53	-0,80	-0,33	-0,32	-0,26	0,35
Prácticas anticompetitivas (39)	0,05	-0,53	-0,22	-0,45	0,32	0,42
Problemas en las cuentas financieras (3)	-11,92***	-19,56***	-21,91**	-20,46***	-17,85**	-8,75
Otros (21)	-1,18*	-1,60**	-1,87**	-1,81*	-1,82	-1,25

Fuente: Bloomberg, Eikon Refinitiv y elaboración propia.

1 Entre paréntesis se detalla el número de controversias de cada tipología.

* Significatividad al 10 %, ** significatividad al 5 % y *** significatividad al 1 %.

Asimismo, como se ha señalado anteriormente, cada vez ganan mayor protagonismo las controversias asociadas a incidentes de ciberseguridad, que, aunque por el momento solo son estadísticamente significativas a nivel de compañías individuales, pueden tener a medio plazo mayor significatividad para el conjunto de sociedades que forman parte del índice.

4 Conclusiones

Este trabajo revela que las controversias en materia ASG —que engloban todo tipo de acusaciones y alegaciones, así como indicios más o menos probados de incumplimiento de las distintas normativas ASG— impactan, en términos generales, de manera limitada en el rendimiento de las acciones de las compañías cotizadas en los primeros días tras el conocimiento de estas, y que este impacto puede verse alterado por la concurrencia de otros factores relevantes para las compañías como, por ejemplo, la publicación de resultados. Los resultados muestran que se observan diferencias importantes entre sectores, entre tipos de controversias e, incluso, dentro de cada compañía para cada una de las controversias. El rendimiento no esperado acumulado y negativo oscila, de media, entre el 0,5 % y el 0,81 %, valor que se alcanza el segundo día. Sin embargo, este efecto parece explicarse por unas pocas controversias que han tenido un impacto muy alto. Estas serían las conclusiones más importantes de este trabajo, que se ha realizado sobre las acciones del Ibex 35 y las 192 controversias en materia ASG conocidas entre 2020 y 2024.

Estas 192 controversias se han dado, en su mayoría, en materia de gobernanza y, en mucha menor medida, en materia social y medioambiental, lo cual puede atribuirse al estricto cumplimiento de la normativa laboral y medioambiental de las sociedades analizadas, así como al limitado carácter industrial de la mayoría de ellas, lo que puede contribuir a aminorar sus riesgos medioambientales⁹. La mayor parte de las controversias se han concentrado en los sectores financiero, de la energía, de los minerales y metales, y de los servicios de consumo. El análisis CAR (de rendimientos anormales —o no esperados— acumulados) revela diferencias interesantes que merece la pena recordar. En primer lugar, no todas las compañías son objeto de controversias en materia ASG, solo 28 de ellas. Y de este conjunto, el modelo solo estima rendimientos anormales estadísticamente significativos en 9 de ellas. En algunos casos, se observan unos pocos eventos extremadamente negativos en términos de rendimiento para las compañías debido al elevado impacto económico en sus cuentas de resultados (como sucede en los casos de Grifols y Sacyr). En segundo lugar, se observa que los efectos negativos más importantes —en términos estadísticos— se producen en el sector de la energía y en el farmacéutico, aunque en este último se explican por los eventos en una única compañía: Grifols. Finalmente, el análisis por tipo de controversia revela efectos significativos en las controversias en materia de gobernanza, sobre todo en aquellas que tienen que ver con problemas en las cuentas financieras o con litigios y disputas, debido al impacto económico que tienen o pueden llegar a tener en las cuentas de las compañías.

9 La mayoría de las controversias medioambientales de las sociedades analizadas se circunscribe a su actividad internacional en regiones donde, en ocasiones, tanto la legislación medioambiental como la vigilancia de su cumplimiento tienden a ser más laxos que los estándares europeos.

Esta evidencia, basada en una muestra limitada de compañías (las del Ibex 35), se puede calificar como relativamente débil por su impacto limitado y reducida a unos pocos tipos de controversias de severidad elevada. También es importante recordar que la interpretación de los resultados está limitada por la ausencia de una clasificación de las controversias según criterios como la recurrencia, la severidad y el impacto, y el grado elevado de diversidad y variedad de estas en cuanto a su naturaleza. Sin embargo, sí parece útil para poner de manifiesto la relevancia creciente que los participantes en los mercados otorgan a los aspectos ASG de las compañías. Si se percibe —en este caso, mediante el conocimiento de estas controversias— que las compañías se separan en esta materia de los compromisos anunciados o incorporados en las prácticas societarias, es posible que los inversores ejerzan una presión vendedora sobre las acciones que dé lugar a rendimientos negativos no esperados durante varios días. Por tanto, la aparición de un número significativo de controversias, con diferentes grados de importancia, puede afectar a la confianza de los inversores si estos las perciben como indicativo de fenómenos de *greenwashing* o de prácticas contrarias al buen gobierno corporativo o a la legalidad vigente y, en último término, a los mercados financieros.

Bibliografía

Agliardi, E. y Agliardi, R. (2021). «Corporate green bonds: understanding the Greenium in a two-factor structural model». *Environmental and Resource Economics*. Vol. 80, pp. 257-278. Disponible en: <https://doi.org/10.1007/s10640-021-00585-7>

Du, X. (2015). «How the market values greenwashing? Evidence from China». *Journal of Business Ethics*, Vol. 128, n.º 3, pp. 547-574.

Dumitrescu, A., Gil-Bazo, J. y Zhou, F. (2023). *Defining Greenwashing*. CNMV, Documento de Trabajo n.º 84. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/DT_84_Defining_Greenwashingen.pdf

Gatti, L., Seele, P. y Rademacher, L. (2019). Grey zone in- greenwash out. A review of greenwashing research and implications for the voluntary-mandatory transition of CSR. *International Journal of Corporate Social Responsibility*. Vol. 4, n.º 1, pp. 239-252.

Lin, K. y Liu, Y. (2025). *Drivers of exchange sustainability development: Evidence from a decade of surveys*. WFE, Research Working Paper n.º 9. Disponible en: <https://www.world-exchanges.org/our-work/articles/drivers-exchange-sustainability-development-evidence-decade-surveys>

Martín, F. (2003). «Metodología de los estudios de sucesos: una revisión». *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, Vol. 9, n.º 3, pp. 197-244.

Mazzacurati, J., Balitzky, S. y Piazza, F. (2023). *The financial impact of greenwashing controversies*. ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities, TRV, December 2023. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-12/ESMA50-524821-3072_TRV_Article_The_financial_impact_of_greenwashing_controversies.pdf

Anexo

Anexo A.1 Estimaciones incorporando los factores de Fama French

Rendimientos acumulados anormales (CAR)

CUADRO A.1.1

%

Compañía ¹	CAR[-1; 1]	CAR[-1; 2]	CAR[-1; 3]	CAR[-1; 5]	CAR[-1; 10]	CAR[-1; 20]
ACS (3)	-0,01	-0,96	-0,37	-0,28	1,11	3,30
ACX (6)	1,06	1,02	0,88	1,11	1,09	-0,07
AENA (2)	-1,92	-2,28	-4,41*	-3,27	-5,36	-3,21
AMS (2)	2,18	0,15	-0,93	-2,94	-4,36	-4,71
ANA (2)	2,48	3,62	3,04	-0,79	-0,01	3,24
BBVA (8)	1,17	1,21	0,68	0,88	2,26	3,42
CABK (2)	-1,31	-0,78	-0,85	1,21	1,68	1,86
CLNX (3)	-0,54	-0,87	0,83	0,69	-0,41	-0,64
ELE (5)	-0,67	-0,95	-0,80	-0,80	-1,53	1,14
ENG (2)	-1,10	-4,52***	-5,26***	-4,68**	-5,90**	-7,62**
FDR (1)	0,05	-1,21	-1,10	-1,83	-1,54	-6,99
FER (5)	1,91**	0,86	1,06	1,36	3,48*	3,04
GRF (4)	-9,63***	-13,86***	-15,21***	-14,76***	-11,10**	-1,83
IAG (26)	-1,37*	-1,14	-1,12	-0,38	0,82	1,25
IBE (7)	-0,54	-0,23	0,75	0,45	0,45	1,92
ITX (11)	-0,47	-0,11	-0,47	-0,15	-0,04	-1,50
MAP (2)	-2,51	-3,31	-3,61	-2,87	-0,58	-1,35
MRL (2)	-0,01	0,85	0,65	-0,45	1,41	1,70
MTS (26)	0,48	0,32	0,67	0,82	-0,37	0,49
NTGY (2)	0,49	0,08	1,53	0,88	3,87	9,11**
REP (22)	-0,46	-1,55**	-1,33	-1,83*	-1,98	-1,40
ROVI (1)	-1,60	-4,77	-5,28	-4,73	-11,18	-9,49
SAB (6)	-1,44	-0,82	-0,31	-0,92	-2,51	-2,82
SAN (18)	0,16	0,15	-0,34	0,12	1,34	3,32**
SCYR (3)	-6,94***	-9,80***	-8,86***	-6,87**	-5,91	-8,30
TEF (16)	-0,63	-0,65	0,21	0,30	1,49	1,81
UNI (3)	1,23	1,41	2,71	1,62	-0,05	-0,58
MEL (2)	-2,02	-3,62	-5,67**	-4,66	-9,88**	-27,51***
Total (192)	-0,53**	-0,85***	-0,75***	-0,62*	-0,33	0,23

Fuente: Bloomberg, Eikon Refinitiv y elaboración propia.

1 Entre paréntesis el número de controversias identificadas para cada compañía.

ACS (Actividades de Construcción y Servicios), ACX (Acerinox), AENA, AMS (Amadeus IT Group), ANA (Acciona), BBVA (Banco Bilbao Vizcaya Argentaria), CABK (Caixabank), CLNX (Cellnex Telecom), ELE (Endesa), ENG (Enagás), FDR (Fluidra), FER (Ferrovial), GRF (Grifols), IAG, IBE (Iberdrola), ITX (Inditex), MAP (Mapfre), MRL (Merlin Properties), MTS (Arcelormittal), NTGY (Naturgy), REP (Repsol), ROVI (Laboratorios Farmacéuticos Rovi), SAB (Banco Sabadell), SAN (Banco Santander), SCYR (Sacyr), TEF (Telefónica), UNI (Unicaja Banco), MEL (Meliá Hotels).

* Significatividad al 10 %, ** significatividad al 5 % y *** significatividad al 1 %.

Rendimientos acumulados anormales (CAR) por sectores

CUADRO A.1.2

%

Sector ¹	CAR[-1; 1]	CAR[-1; 2]	CAR[-1; 3]	CAR[-1; 5]	CAR[-1; 10]	CAR[-1; 20]
Bienes de consumo (11)	-0,47	-0,11	-0,47	-0,15	-0,04	-1,50
Construcción (14)	-0,41	-1,52*	-1,19	-1,23	0,17	0,09
Energía (38)	-0,48	-1,29***	-0,93*	-1,27**	-1,36	-0,21
Farmacia (5)	-7,88***	-11,89***	-13,08***	-12,60***	-10,93**	-3,12
Inmobiliario (2)	-0,01	0,85	0,65	-0,45	1,41	1,70
Minerales y metales (32)	0,62	0,55	0,85	1,01	0,08	0,50
Financiero (39)	0,03	0,13	-0,05	0,18	0,80	1,84
Servicios de consumo (30)	-1,44**	-1,36	-1,62*	-0,84	-0,28	-0,88
Tecnología y telecomunicaciones (21)	-0,34	-0,60	0,20	0,06	0,68	0,86

Fuente: Bloomberg, Eikon Refinitiv y elaboración propia.

1 Entre paréntesis se detalla el número de controversias en cada sector.

* Significatividad al 10 %, ** significatividad al 5 % y *** significatividad al 1 %.

Rendimientos acumulados anormales (CAR) por tipo de controversia ASG

CUADRO A.1.3

%

Tipo de controversia ¹	CAR[-1; 1]	CAR[-1; 2]	CAR[-1; 3]	CAR[-1; 5]	CAR[-1; 10]	CAR[-1; 20]
Medio ambiente (A) (15)	-0,49	-0,79	-0,70	-0,64	-0,48	0,42
Social (S) (50)	-0,04	-0,17	-0,34	-0,25	-0,19	0,41
Gobernanza (G) (127)	-0,73***	-1,12***	-0,90***	-0,76*	-0,32	0,16
Cambios en la gestión (3)	-0,56	-0,02	-0,30	-0,67	0,52	1,01
Ciberseguridad (11)	-0,92	-0,15	-0,13	1,23	1,54	2,88
Competencia (9)	0,39	0,51	2,29*	3,05**	2,03	-1,25
Corrupción, sobornos (10)	-0,27	-0,45	-0,61	0,01	-0,42	0,15
Incidente de seguridad (1)	0,49	1,96	2,39	1,57	2,07	-2,28
Litigios, disputas (30)	-0,65	-0,97	-0,47	-0,52	-0,16	0,48
Prácticas anticompetitivas (39)	-0,04	-0,61	-0,33	-0,52	0,30	0,39
Problemas en las cuentas financieras (3)	-11,80***	-18,22***	-21,24***	-19,57***	-16,88**	-7,56
Otros (21)	-1,27*	-1,71**	-1,89**	-2,03**	-1,76	-0,87

Fuente: Bloomberg, Eikon Refinitiv y elaboración propia.

1 Entre paréntesis se detalla el número de controversias de cada tipología.

* Significatividad al 10 %, ** significatividad al 5 % y *** significatividad al 1 %.

Anexo A.2 Estimaciones en función de los rendimientos históricos

Rendimientos acumulados anormales (CAR)

CUADRO A.2.1

Compañía ¹	CAR[-1; 1]	CAR[-1; 2]	CAR[-1; 3]	CAR[-1; 5]	CAR[-1; 10]	CAR[-1; 20]
ACS (3)	0,15	-0,36	-0,56	-0,83	0,87	2,79
ACX (6)	1,35	0,87	0,94	0,96	0,06	-1,58
AENA (2)	-3,47	-3,50	-6,05	-4,96	-14,98***	-7,57
AMS (2)	-0,80	-5,58	-7,27*	-4,58	-3,99	0,25
ANA (2)	3,85	4,38	3,57	-1,38	0,88	4,63
BBVA (8)	0,64	1,58	1,20	0,37	0,15	-0,10
CABK (2)	-1,40	-1,32	-3,27	-1,66	-0,93	-0,59
CLNX (3)	0,19	-0,39	1,58	0,84	-1,79	-4,44
ELE (5)	-0,50	-1,03	-0,59	-0,14	-0,84	0,82
ENG (2)	-1,07	-4,58**	-5,63***	-5,54**	-6,85**	-7,89*
FDR (1)	1,96	2,45	2,12	1,91	3,62	-2,40
FER (5)	2,34*	1,26	1,40	0,19	3,29	1,19
GRF (4)	-10,12***	-14,84***	-16,36***	-16,67***	-13,82**	-3,22
IAG (26)	-0,83	-0,96	-1,25	-0,12	0,99	2,84
IBE (7)	-0,56	-0,18	0,69	0,02	0,00	2,44
ITX (11)	0,15	0,23	-0,05	0,06	1,16	-0,26
MAP (2)	-3,40	-3,95	-5,19	-2,99	-2,17	-3,97
MRL (2)	0,34	0,99	1,80	1,36	4,85	4,58
MTS (26)	0,11	0,65	0,81	1,01	-0,15	0,81
NTGY (2)	1,41	0,36	1,93	0,38	3,59	7,98*
REP (22)	-0,34	-1,10	-1,02	-1,17	-0,99	-0,53
ROVI (1)	-2,39	-5,66	-5,65	-5,71	-13,14	-14,91
SAB (6)	-2,68	-1,45	-0,04	-1,47	-4,29	-3,00
SAN (18)	0,44	0,05	-0,06	0,42	1,80	0,10
SCYR (3)	-5,13**	-8,45***	-7,65**	-6,09	-3,04	-5,73
TEF (16)	-1,09	-0,91	-0,28	-0,27	0,68	1,11
UNI (3)	1,42	2,01	3,20	1,64	0,46	-0,14
MEL (2)	-1,37	-5,30*	-8,33***	-12,96***	-18,78***	-47,22***
Total (192)	-0,48	-0,78**	-0,74*	-0,71	-0,46	-0,13

Fuente: Bloomberg, Eikon Refinitiv y elaboración propia.

1 Entre paréntesis el número de controversias identificadas para cada compañía.

ACS (Actividades de Construcción y Servicios), ACX (Acerinox), AENA, AMS (Amadeus IT Group), ANA (Acciona), BBVA (Banco Bilbao Vizcaya Argentaria), CABK (Caixabank), CLNX (Cellnex Telecom), ELE (Endesa), ENG (Enagás), FDR (Fluidra), FER (Ferroval), GRF (Grifols), IAG, IBE (Iberdrola), ITX (Inditex), MAP (Mapfre), MRL (Merlin Properties), MTS (Arcelormittal), NTGY (Naturgy), REP (Repsol), ROVI (Laboratorios Farmacéuticos Roví), SAB (Banco Sabadell), SAN (Banco Santander), SCYR (Sacyr), TEF (Telefónica), UNI (Unicaja Banco), MEL (Meliá Hotels).

* Significatividad al 10 %, ** significatividad al 5 % y *** significatividad al 1 %.

Rendimientos acumulados anormales (CAR) por sectores

CUADRO A.2.2

Sector ¹	CAR[-1; 1]	CAR[-1; 2]	CAR[-1; 3]	CAR[-1; 5]	CAR[-1; 10]	CAR[-1; 20]
Bienes de consumo (11)	0,15	0,23	-0,05	0,06	1,16	-0,26
Construcción (14)	0,48	-0,61	-0,57	-1,43	1,14	0,37
Energía (38)	-0,33	-1,01	-0,71	-0,94	-0,83	0,29
Farmacia (5)	-8,42***	-12,86***	-14,07***	-14,32***	-13,48***	-5,31
Inmobiliario (2)	0,34	0,99	1,80	1,36	4,85	4,58
Minerales y metales (32)	0,30	0,74	0,99	1,19	0,20	0,70
Financiero (39)	-0,17	0,06	0,07	-0,01	0,15	-0,58
Servicios de consumo (30)	-1,01	-1,38	-1,99	-1,24	-1,31	-0,97
Tecnología y telecomunicaciones (21)	-0,85	-1,24	-0,63	-0,48	-0,06	0,32

Fuente: Bloomberg, Eikon Refinitiv y elaboración propia.

¹ Entre paréntesis se detalla el número de controversias en cada sector.

* Significatividad al 10 %, ** significatividad al 5 % y *** significatividad al 1 %.

Rendimientos acumulados anormales (CAR) por tipo de controversia ASG

CUADRO A.2.3

Tipo de controversia ¹	CAR[-1; 1]	CAR[-1; 2]	CAR[-1; 3]	CAR[-1; 5]	CAR[-1; 10]	CAR[-1; 20]
Medio ambiente (A) (15)	-1,09	-1,46	-1,28	-0,44	-0,69	-0,49
Social (S) (50)	0,27	0,25	0,24	-0,02	0,02	-0,15
Gobernanza (G) (127)	-0,72**	-1,11***	-1,06**	-1,01*	-0,60	-0,08
Cambios en la gestión (3)	0,39	0,58	1,22	1,49	3,89	4,28
Ciberseguridad (11)	-0,70	0,56	0,61	2,480	0,82	4,61
Competencia (9)	-0,30	0,24	2,50	2,53	0,76	-3,60
Corrupción, sobornos (10)	0,14	0,05	-0,36	0,28	0,09	0,33
Incidente seguridad (1)	0,11	1,50	2,80	2,64	0,11	-4,07
Litigios, disputas (30)	-0,25	-0,50	-0,06	-0,85	-0,57	-0,75
Prácticas anticompetitivas (39)	-0,37	-1,06	-1,24	-1,68*	0,34	-0,28
Problemas cuentas financieras (3)	12,74***	-20,28***	-23,69***	-23,09***	-21,29***	-10,97
Otros (21)	-1,28	-1,84*	-2,36**	-1,42	-2,17	0,65

Fuente: Bloomberg, Eikon Refinitiv y elaboración propia.

¹ Entre paréntesis se detalla el número de controversias de cada tipología.

* Significatividad al 10 %, ** significatividad al 5 % y *** significatividad al 1 %.

III Anexo legislativo

Desde la publicación del *Boletín de la CNMV* correspondiente al primer semestre de 2025 se han producido las siguientes novedades legislativas:

Normativa nacional

- **Real Decreto-ley 4/2025, de 8 de abril**, de medidas urgentes de respuesta a la amenaza arancelaria y de relanzamiento comercial.

Este real decreto-ley consta de un total de seis artículos, cuatro disposiciones adicionales y dos disposiciones finales, y tiene por objeto hacer frente a la política arancelaria recientemente anunciada por la Administración de Estados Unidos. El Plan de Respuesta y Relanzamiento Comercial pretende mitigar los impactos negativos del *shock* arancelario atendiendo a estos tres elementos: favorecer la inversión productiva, dotar de liquidez y facilitar la actividad exportadora de las empresas afectadas. Las medidas contenidas en este plan van destinadas a ayudar a las empresas españolas a adaptarse a la nueva situación.

La disposición adicional primera, sobre el plazo extraordinario para la formulación de cuentas anuales, dispone que en caso de que los administradores de la sociedad ya hubiesen formulado cuentas anuales antes de la entrada en vigor de este real decreto-ley, estas podrán ser reformuladas en el plazo de un mes y la junta se reunirá en el plazo de los tres meses siguientes a la nueva formulación.

- **Real Decreto 165/2025, de 4 de marzo**, por el que se modifican los Estatutos de la Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores F.S.P.

La fundación se rige por la Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público; por la Ley 50/2002, de 26 de diciembre, de Fundaciones, y por el ordenamiento jurídico privado, salvo en las materias en las que sea de aplicación la normativa presupuestaria, contable, de control económico-financiero y de contratación del sector público. Asimismo, se rige por la voluntad del Fundador, la CNMV, manifestada en sus estatutos.

Se modifican los artículos 3.4, 11, 12, 19, 33 y 34 de los anteriores estatutos de la fundación, para su adaptación a la Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público, y se suprimen los artículos 35, 36, 37 y 38 por su unificación en el artículo 34. Además, se regula el control de eficacia y supervisión continua de esta, se recoge la necesidad de aprobación de planes de actuación trienales y anuales, y se establece su adscripción a la Administración General del Estado.

Por otra parte, se introduce la posibilidad de que las reuniones del patronato de la fundación puedan realizarse por medios telemáticos.

Comisión Nacional del Mercado de Valores

- **Resolución de 27 de marzo de 2025**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica el Convenio con la Fundació Institut d'Educació Contínua, para la realización de prácticas externas curriculares y extracurriculares.
- **Circular 2/2025, de 26 de marzo**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifican las Circulares 1/2021, de 25 de marzo, 1/2010, de 28 de julio, y 5/2009, de 25 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Se modifica lo siguiente:

- i) Se modifica la Circular 1/2021, de 25 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables, cuentas anuales y estados financieros de las Empresas de Servicios de Inversión y sus grupos consolidables, Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva y Sociedades Gestoras de Entidades de tipo cerrado, que pasa a denominarse: «Circular 1/2021, de 25 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables, cuentas anuales y estados financieros de las Empresas de Servicios de Inversión y sus grupos consolidables, Empresas de Asesoramiento Financiero Nacionales que sean personas jurídicas, Proveedores de Servicios de Criptoactivos, Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva y Sociedades Gestoras de Entidades de tipo cerrado».
- Su objetivo es incorporar en su ámbito de aplicación a dos nuevos tipos de entidades que quedan bajo la supervisión de la CNMV, los proveedores de servicios de criptoactivos (PSC) y las empresas de asesoramiento financiero nacionales (EAFN).
 - En la circular se detallan las obligaciones en materia de elaboración y remisión de sus cuentas anuales y se incorporan los modelos de estados reservados que deben remitir las EAFN. En el caso de los PSC, la petición de esta información se realizará mediante órdenes de la CNMV, pero se incluye en la circular toda la información relevante relativa a los modelos de estados reservados y las potenciales periodicidades en las que se remitirían, con el objetivo de que las entidades puedan estar preparadas para atender dichas órdenes. En cuanto a las empresas de servicios de inversión (ESI), con excepción de las EAFN, y los grupos consolidables de ESI, se reduce la carga administrativa relativa al envío de información reservada.
 - Se establece un nuevo estado reservado de información sobre prevención del blanqueo de capitales y financiación del terrorismo (estado BCFT₁), de carácter anual, que deberán remitir las ESI distintas de las EAF, así como las SGIIC, SGEIC y los PSC.

- ii) Esta circular modifica la Circular 1/2010, de 28 de julio, con un doble objetivo. Por un lado, establecer un modelo de estado reservado para que se reporten los principales aspectos de la actividad relativa a la prestación de servicios de criptoactivos por parte de los proveedores de servicios de criptoactivos. Por otro, se mantienen los modelos de estados reservados ya existentes para las entidades que prestan servicios y actividades de inversión y servicios auxiliares; se actualizan y homogeneizan, modificando algunos de sus epígrafes para solicitar una información más precisa, y se reducen los reportes a realizar para mantener una adecuada supervisión, lo que simplifica las obligaciones de reporte.
- iii) Se reforma la Circular 5/2009, de 25 de noviembre, con el objetivo principal de modificar el contenido del Informe anual sobre protección de activos de clientes, a los efectos de incluir dentro de su ámbito aquellas revisiones que deben realizar los auditores externos de las entidades supervisadas en relación con su actividad en los mercados de valores que resulten también aplicables a las actividades sobre criptoactivos.

Además, se incluye en el ámbito de aplicación de la Circular 5/2009, de 25 de noviembre, a los PSC y a las entidades de dinero electrónico, en relación con los servicios de criptoactivos que presten. Estas entidades podrían tener la obligación de remitir a la CNMV el Informe anual sobre protección de activos de clientes, en el caso de que ello se les ordenase imperativa e individualmente. Definir el contenido del informe tiene por objeto permitir a las entidades estar preparadas para atender las órdenes que, en su caso, reciban de la CNMV.

- iv) La redacción vigente de la norma cuarta de la Circular 1/2018, de 12 de marzo, sobre advertencias relativas a instrumentos financieros, establece que debe realizarse una advertencia cuando existe una diferencia significativa respecto a la estimación del valor actual y el precio de determinados instrumentos, entre los que no se encuentran los depósitos estructurados. Se modifica esta introduciendo una nueva letra d) para incluirlos (en la disposición adicional primera, que modifica la Circular 1/2018, eliminando el final del párrafo contenido en la letra a) del número 1 de su norma cuarta).
- v) La disposición adicional tercera establece la información remitida a la sociedad gestora del Fondo General de Garantía de Inversiones (FOGAIN) para el cálculo anual de aportaciones, y las obligaciones que tienen que cumplir las entidades sujetas a la elaboración del Informe de Protección de Activos de Clientes (IPAC) en relación con el nuevo esquema de flujo de información entre las entidades adheridas al FOGAIN y la sociedad gestora del FOGAIN.
 - La disposición derogatoria única deroga la Circular 1/2011, de 21 de enero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que modifica la Circular 12/2008, de 30 de diciembre, sobre solvencia de las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables.
 - La presente circular entrará en vigor a los 20 días de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*. Las modificaciones de la Circular 1/2021, de 25 de marzo, dispuestas en la norma primera de la circular, serán aplicables

a partir del 30 de septiembre de 2025. Las modificaciones de la Circular 1/2010, de 28 de julio, dispuestas en la norma segunda de la circular, serán aplicables a partir del 30 de septiembre de 2025. Las modificaciones de la Circular 5/2009, de 25 de noviembre, dispuestas en la norma tercera de la circular, serán aplicables a partir del 31 de diciembre de 2025. Por lo tanto, el primer informe de protección de activos de clientes con el nuevo formato, referido al ejercicio 2025, se remitirá con fecha límite 31 de mayo de 2026.

- Circular 3/2025, de 24 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre requerimientos de información estadística de las instituciones de inversión, entidades de capital riesgo e instituciones de inversión colectiva cerradas de la Unión Europea.

Otros

- Orden ECM/425/2025, de 16 de abril, por la que se modifica la Orden ECM/44/2025, de 20 de enero, por la que se crea y regula el Consejo de Finanzas Sostenibles.

European Securities Markets Authority (ESMA)

- Directrices conjuntas sobre el sistema establecido por las Autoridades Europeas de Supervisión para el intercambio, por parte de las autoridades competentes, de la información pertinente para la evaluación de la idoneidad de los titulares de participaciones cualificadas, los administradores y los titulares de funciones clave de las entidades financieras y los participantes en los mercados financieros (20.11.2024). European Securities Markets Authority (ESMA) / European Banking Authority (EBA) / European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA)
- Directrices sobre los escenarios utilizados para las pruebas de resistencia en virtud del Reglamento sobre fondos del mercado monetario (FMM) (24.02.2025). European Securities and Markets Authority (ESMA).
- Directrices conjuntas sobre la estimación de los costes y pérdidas anuales agregados causados por incidentes graves relacionados con las TIC en virtud del Reglamento (UE) 2022/2554 (05.06.2024). European Banking Authority (EBA) / European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) / European Securities and Markets Authority (ESMA).
- Directrices sobre los procedimientos y las políticas, incluidos los derechos de los clientes, en el contexto de los servicios de transferencia de criptoactivos en virtud del Reglamento relativo a los mercados de criptoactivos (MiCA) en materia de protección de los inversores (26.02.2025). European Securities and Markets Authority (ESMA).

- Directrices sobre las situaciones en las que se considera que una empresa de un tercer país capta clientes establecidos o situados en la Unión, y sobre las prácticas de supervisión para detectar y prevenir la elusión de la exención de captación inversa en virtud del Reglamento sobre los mercados de criptoactivos (MiCA) (26.02.2025). European Securities and Markets Authority (ESMA).
- Directrices sobre la especificación de normas de la Unión para el mantenimiento de sistemas y protocolos de acceso de seguridad para los oferentes y las personas que soliciten la admisión a la negociación de criptoactivos distintos de las fichas referenciadas a activos y las fichas de dinero electrónico (26.02.2025). European Securities and Markets Authority (ESMA).
- Directrices sobre determinados aspectos de los requisitos de idoneidad y el formato del estado de cuentas periódico para las actividades de gestión de carteras en el marco del Reglamento relativo a los mercados de criptoactivos (MiCA) (26.03.2025). European Securities and Markets Authority (ESMA).
- Directrices sobre las plantillas para las explicaciones y los dictámenes, así como la prueba normalizada para la clasificación de criptoactivos, en virtud del artículo 97, apartado 1, del Reglamento (UE) 2023/1114 (10.12.2024). European Banking Authority (EBA) / European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) / European Securities and Markets Authority (ESMA).
- Directrices sobre las condiciones y los criterios para la calificación de los criptoactivos como instrumentos financieros (19.03.2025). European Securities and Markets Authority (ESMA).
- Directrices sobre la supervisión de información sobre sostenibilidad (29.04.2025). European Securities and Markets Authority (ESMA).
- Directrices sobre las prácticas de supervisión de las autoridades competentes para prevenir y detectar el abuso de mercado en virtud del Reglamento relativo a los mercados de criptoactivos (MiCA) (09.07.2025). European Securities and Markets Authority (ESMA).

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

- Directiva (UE) 2025/794 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de abril de 2025, por la que se modifican las Directivas (UE) 2022/2464 y (UE) 2024/1760 en lo que respecta a las fechas a partir de las cuales los Estados miembros deben aplicar determinados requisitos de presentación de información sobre sostenibilidad y de diligencia debida por parte de las empresas.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 794 de 16/04/2025, pp. 1-4.

- **Reglamento Delegado (UE) 2025/1140 de la Comisión**, de 27 de febrero de 2025, por el que se completa el Reglamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación en las que se especifican los registros que deben conservarse de todos los servicios, actividades, órdenes y operaciones de criptoactivos realizados.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 1140 de 10/06/2025, pp. 1-36.

- **Reglamento Delegado (UE) 2025/1141 de la Comisión**, de 27 de febrero de 2025, por el que se completa el Reglamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican los requisitos relacionados con las políticas y los procedimientos en materia de conflictos de intereses aplicables a los emisores de fichas referenciadas a activos.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 1141 de 10/06/2025, pp. 1-10.

- **Reglamento Delegado (UE) 2025/1142 de la Comisión**, de 27 de febrero de 2025, por el que se completa el Reglamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación en las que se especifican los requisitos aplicables a las políticas y procedimientos en materia de conflictos de intereses de los proveedores de servicios de criptoactivos y los detalles y la metodología en relación con el contenido de la comunicación sobre los conflictos de intereses.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 1142 de 10/06/2025, pp. 1-10.

- **Reglamento Delegado (UE) 2025/1493 de la Comisión**, de 11 de junio de 2025, por el que se modifica el Reglamento Delegado (UE) n.º 876/2013 de la Comisión, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que se refiere a las modificaciones relativas al funcionamiento y la gestión de los colegios de entidades de contrapartida central.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 1493 de 25/09/2025, pp. 1-5.

IV Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emisiones y OPV¹

CUADRO 1.1

	2022	2023	2024	2024	2025			
				III	IV	I	II	III
NÚMERO DE EMISORES								
Total	27	20	28	12	13	10	12	12
Ampliaciones de capital	27	20	29	12	13	9	12	11
Ofertas públicas de suscripción de valores	1	0	2	0	1	1	0	1
Ampliaciones de capital liberadas	12	11	10	4	4	3	4	3
De las cuales dividendo elección	11	10	8	3	3	3	4	3
Ampliaciones de capital por conversión	4	3	6	3	2	0	3	3
De contrapartida no monetaria	2	1	2	0	1	0	1	3
Con derecho de suscripción preferente	2	2	3	1	0	3	1	1
Sin negociación de derechos de suscripción	10	4	12	4	6	3	4	3
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0	0	1	0	0	1	0	1
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	55	39	67	14	17	13	16	17
Ampliaciones de capital	55	39	65	14	17	12	16	16
Ofertas públicas de suscripción de valores	1	0	2	0	1	3	0	1
Ampliaciones de capital liberadas	16	15	15	4	4	3	4	3
De las cuales dividendo elección	15	14	13	3	3	3	4	3
Ampliaciones de capital por conversión	14	14	24	5	4	0	6	4
De contrapartida no monetaria	5	1	3	0	1	0	1	3
Con derecho de suscripción preferente	2	2	3	1	0	3	1	1
Sin negociación de derechos de suscripción	17	7	18	4	7	3	4	4
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0	0	1	0	0	1	0	1
IMPORTE EFECTIVO (millones de euros)								
Total	6.111,8	3.677,5	9.321,2	3.526,1	632,7	2.163,7	657,3	8.516,9
Ampliaciones de capital	6.111,8	3.677,5	7.933,2	3.526,1	632,7	2.026,6	657,3	8.463,6
Ofertas públicas de suscripción de valores	200,0	0,0	1.559,5	0,0	175,0	839,1	0,0	400,0
Ampliaciones de capital liberadas	3.591,5	3.281,0	3.524,0	1.963,0	370,1	1.140,4	254,7	2.210,5
De las cuales dividendo elección	3.590,0	3.279,5	3.522,2	1.962,9	368,5	1.140,4	254,7	2.210,5
Ampliaciones de capital por conversión	81,6	51,5	384,0	5,9	1,9	0,0	77,7	3,9
De contrapartida no monetaria ²	1.381,2	5,2	263,4	0,0	3,8	0,0	11,8	743,3
Con derecho de suscripción preferente	254,2	181,1	94,8	12,0	0,0	108,0	50,0	77,2
Sin negociación de derechos de suscripción	603,3	158,5	2.107,4	1.545,2	81,9	53,2	263,1	5.028,7
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0,0	0,0	1.388,1	0,0	0,0	23,0	0,0	53,3
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	529,6	277,3	737,8	438,7	102,2	187,3	212,5	593,2
Ampliaciones de capital	529,6	277,3	719,3	438,7	102,2	187,1	212,5	575,4
Ofertas públicas de suscripción de valores	0,8	0,0	4,9	0,0	1,7	0,7	0,0	13,3
Ampliaciones de capital liberadas	334,4	208,8	204,3	114,7	19,8	74,9	66,9	102,8
De las cuales dividendo elección	332,9	207,3	202,6	114,5	18,2	74,9	66,9	102,8
Ampliaciones de capital por conversión	6,5	40,7	23,0	2,8	0,1	0,0	15,5	0,1
De contrapartida no monetaria	19,3	0,8	4,4	0,0	3,8	0,0	3,9	173,0
Con derecho de suscripción preferente	22,9	21,8	17,7	8,0	0,0	100,3	48,1	29,7
Sin negociación de derechos de suscripción	145,6	5,1	464,9	313,3	76,8	11,3	78,1	256,5
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0,0	0,0	18,2	0,0	0,0	0,0	0,0	17,8
Pro memoria: operaciones en BME Growth³								
Número de emisores	41	35	36	15	19	14	12	13
Número de emisiones	88	111	116	23	35	23	22	26
Importe efectivo (millones de euros)	2.329,5	1.517,9	884,6	99,5	642,4	140,7	196,1	232,1
Ampliaciones de capital	2.329,5	1.517,9	884,6	99,5	642,4	140,7	196,1	232,1
De ellas, mediante OPS	1.487,1	986,7	469,2	0,0	438,9	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

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

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

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

Sociedades admitidas a cotización¹

CUADRO 1.2

	2022	2023	2024	2024		2025		
				III	IV	I	II	III
Mercado continuo (MC). Total ²	121	120	121	120	121	121	120	120
Empresas extranjeras	6	8	8	8	8	9	9	9
Segundo mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Madrid	0	0	0	0	0	0	0	0
Barcelona	0	0	0	0	0	0	0	0
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	0	0	0	0	0	0	0	0
Corros	9	8	8	8	8	7	7	6
Madrid	3	3	3	3	3	3	3	3
Barcelona	6	5	6	6	6	5	5	4
Bilbao	2	0	2	2	2	2	2	2
Valencia	0	2	0	0	0	0	0	0
BME MTF Equity ³	1.349	655	659	648	659	655	655	654
Latibex	19	18	18	18	18	18	18	19

1 Datos al final del periodo.

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

3 Antes MAB.

Capitalización¹

CUADRO 1.3

Millones de euros

	2022	2023	2024	2024		2025		
				III	IV	I	II	III
Mercado continuo (MC). Total ²	724.476,0	862.511,2	952.069,9	958.220,3	952.069,9	1.055.903,4	1.111.823,2	1.217.370,4
Empresas extranjeras ³	141.178,4	195.490,0	207.284,8	189.455,3	207.284,8	225.334,6	239.540,2	260.088,9
Ibex 35	438.222,8	520.388,7	592.855,6	609.936,1	592.855,6	671.968,5	712.977,2	791.328,8
Segundo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros	1.227,9	1.366,5	1.767,7	1.665,2	1.767,7	1.876,3	2.190,2	2.025,6
Madrid	32,8	33,2	37,7	27,7	37,7	37,7	37,7	37,7
Barcelona	1.201,5	1.234,0	1.236,5	1.646,4	1.749,0	1.857,5	2.138,8	2.006,5
Bilbao	0,0	14,7	18,9	13,1	18,9	18,9	18,9	18,9
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BME MTF Equity ⁴	39.070,4	34.634,1	38.160,8	37.863,4	38.160,8	38.213,8	39.914,0	39.213,8
Latibex	228,5	305,9	322,8	315,2	322,8	379,6	374,7	418,8

1 Datos al final del periodo.

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

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

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

Contratación efectiva

CUADRO 1.4

Millones de euros

	2022	2023	2024	2024		2025		
				III	IV	I	II	III ³
Mercado continuo (MC). Total ¹	356.572,7	296.496,0	314.244,3	64.884,4	76.586,9	85.794,5	102.346,7	85.998,5
Empresas extranjeras	4.770,9	6.394,7	13.245,4	2.584,4	4.005,6	4.025,9	4.373,6	2.710,3
Segundo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros	8,3	2,3	6,5	0,9	2,2	1,7	0,6	1,5
Madrid	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	7,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilbao	0,0	2,3	6,5	0,9	2,2	1,7	0,6	1,5
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BME MTF Equity ²	3.837,3	2.871,5	3.602,8	613,0	1.370,2	754,9	718,2	1.012,7
Latibex	93,4	65,7	154,5	32,6	41,4	61,4	52,4	27,4

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

2 Antes MAB.

Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación¹

CUADRO 1.5

Millones de euros

	2022	2023	2024	2024		2025		
				III	IV	I	II	III
En sesión	342.364,3	290.657,5	301.562,5	62.765,2	74.522,6	84.205,9	97.419,2	78.648,0
Órdenes	247.439,8	209.439,7	227.933,1	50.889,5	54.802,9	70.504,7	75.519,9	66.229,9
Aplicaciones	35.058,8	27.822,5	28.827,4	6.041,4	6.573,6	7.892,5	8.474,3	7.692,7
Bloques	59.865,7	53.395,3	44.802,0	5.834,3	13.146,1	5.808,7	13.425,1	4.725,5
Fuera de hora	3.873,0	2.291,9	2.648,8	457,4	478,1	135,9	582,9	275,3
Autorizadas	867,1	387,0	419,0	204,4	59,2	60,6	132,5	174,1
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opas	5.125,0	0,0	2.473,3	0,0	309,9	54,4	2.550,6	130,9
OPV	467,5	72,4	3.700,6	616,7	86,6	193,3	273,3	5.537,8
Toma de razón	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ejercicio de opciones	2.458,4	2.175,3	2.235,8	509,8	757,4	489,9	779,6	648,9
Operaciones de cobertura	1.417,5	911,9	1.204,3	328,0	369,0	651,0	605,5	403,0

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

1.2 Renta fija

Emisiones brutas a largo plazo registradas en la CNMV

CUADRO 1.6

				2024		2025		
	2022	2023	2024	III	IV	I	II	III
NÚMERO DE EMISORES								
Total	27	28	17	3	3	5	3	5
Cédulas hipotecarias	8	9	4	0	0	1	0	0
Cédulas territoriales	3	1	0	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	9	10	1	0	0	1	0	1
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	1	1	0	0	0	0	1
Bonos de titulación	11	11	11	3	3	2	3	3
Otras emisiones de renta fija	0	2	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	3	1	0	0	1	0	0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	127	109	59	18	15	6	19	19
Cédulas hipotecarias	21	18	5	0	0	1	0	0
Cédulas territoriales	4	1	0	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	49	31	1	0	0	1	0	1
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	1	1	0	0	0	0	1
Bonos de titulación	53	52	51	18	15	3	19	17
Otras emisiones de renta fija	0	3	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	3	1	0	0	1	0	0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	84.866,9	54.982,6	18.790,0	2.370,2	2.238,7	6.436,0	4.843,6	4.184,5
Cédulas hipotecarias	31.350,0	20.550,0	2.700,0	0,0	0,0	500,0	0,0	0,0
Cédulas territoriales	3.540,0	750,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	29.332,2	14.156,9	500,0	0,0	0,0	500,0	0,0	500,0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0,0	130,0	100,0	0,0	0,0	0,0	0,0	500,0
Bonos de titulación	20.644,7	14.665,5	14.740,0	2.370,2	2.238,7	4.436,0	4.843,6	3.184,5
Otras emisiones de renta fija	0,0	3.380,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	0,0	1.350,0	750,0	0,0	0,0	1.000,0	0,0	0,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	1.825,1	3.864,3	2.119,7	303,9	340,4	1.570,0	752,4	1.406,5

Admisión al mercado AIAF¹

CUADRO 1.7

Importes nominales en millones de euros

	2022	2023	2024	2024		2025		
				III	IV	I	II	III
Total	98.766,9	75.208,8	51.264,0	11.007,0	14.182,9	19.365,8	24.472,6	13.978,3
Pagarés	39.524,5	25.705,6	12.277,8	4.421,1	2.751,0	5.343,0	2.256,3	6.440,9
Bonos y obligaciones	3.707,7	6.345,2	4.646,2	1.215,7	843,2	2.236,8	1.122,7	102,9
Cédulas hipotecarias	31.350,0	22.750,0	16.500,0	3.000,0	7.250,0	6.000,0	15.750,0	3.250,0
Cédulas territoriales	3.540,0	750,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulización	20.644,7	14.808,0	14.740,0	2.370,2	2.238,7	4.436,0	4.843,6	3.184,5
Participaciones preferentes	0,0	1.350,0	750,0	0,0	0,0	1.000,0	0,0	1.000,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras emisiones de renta fija	0,0	3.500,0	2.350,0	0,0	1.100,0	350,0	500,0	0,0

¹ Solo incluye renta fija privada.

				2024		2025		
	2022	2023	2024	III	IV	I	II	III
NÚMERO DE EMISORES								
Total	272	265	244	254	244	237	227	224
Renta fija privada	236	231	216	220	216	209	199	196
Pagarés	6	9	12	11	12	12	12	13
Bonos y obligaciones	31	31	28	29	28	27	27	27
Cédulas hipotecarias	23	24	23	23	23	23	23	23
Cédulas territoriales	4	5	4	4	4	4	4	4
Bonos de titulización	187	178	166	169	166	160	150	146
Participaciones preferentes	5	5	5	5	5	5	5	5
Bonos matador	3	3	3	3	3	3	3	3
Deuda pública	36	34	28	34	28	28	28	28
Letras del Tesoro	1	1	1	1	1	1	1	1
Bonos y obligaciones del Estado	1	1	1	1	1	1	1	1
Deuda autonómica	14	12	12	12	12	12	12	12
Deuda pública extranjera	13	12	7	12	7	7	7	7
Otra deuda pública	9	9	8	9	8	8	8	8
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	2.353	2.221	2.125	2.204	2.125	2.093	2.043	2.022
Renta fija privada	1.370	1.228	1.159	1.210	1.159	1.131	1.092	1.095
Pagarés	121	146	154	181	154	163	149	177
Bonos y obligaciones	367	231	187	199	187	186	184	174
Cédulas hipotecarias	156	154	148	153	148	145	148	146
Cédulas territoriales	13	12	8	11	8	8	7	7
Bonos de titulización	699	671	649	653	649	615	590	575
Participaciones preferentes	11	11	10	10	10	11	11	13
Bonos matador	3	3	3	3	3	3	3	3
Deuda pública	983	993	966	994	966	962	951	927
Letras del Tesoro	12	12	12	12	12	12	12	12
Bonos y obligaciones del Estado	232	227	226	225	226	233	232	228
Deuda autonómica	155	148	152	155	152	153	159	155
Deuda pública extranjera	560	576	545	566	545	532	515	498
Otra deuda pública	24	30	31	36	31	32	33	34
SALDO VIVO ¹ (millones de euros)								
Total	6.036.311,1	10.012.218,8	10.328.502,8	10.365.689,5	10.328.502,8	10.267.323,6	10.196.564,3	10.058.988,8
Renta fija privada	384.144,5	376.059,6	351.661,2	364.448,1	351.661,2	342.765,2	343.170,1	339.433,2
Pagarés	8.715,2	7.353,6	5.703,3	6.188,4	5.703,3	5.857,8	5.917,6	6.558,4
Bonos y obligaciones	37.838,3	43.165,8	40.599,2	41.315,1	40.599,2	40.338,9	40.512,1	40.277,1
Cédulas hipotecarias	175.698,3	175.818,0	173.481,0	176.984,8	173.481,0	169.076,9	176.882,0	174.845,0
Cédulas territoriales	12.585,0	13.040,0	8.290,0	12.790,0	8.290,0	8.290,0	6.790,0	6.790,0
Bonos de titulización	140.888,0	128.512,5	116.668,1	120.250,2	116.668,1	112.117,5	105.984,4	103.290,6
Participaciones preferentes	8.225,0	7.975,0	6.725,0	6.725,0	6.725,0	6.889,4	6.889,4	7.477,4
Bonos matador	194,6	194,6	194,6	194,6	194,6	194,6	194,6	194,6
Deuda pública	5.652.166,6	9.636.159,3	9.976.841,6	10.001.241,3	9.976.841,6	9.924.558,4	9.853.394,2	9.719.555,7
Letras del Tesoro	74.881,0	71.599,3	74.679,7	74.445,5	74.679,7	77.359,4	78.779,9	78.785,5
Bonos y obligaciones del Estado	1.184.497,3	1.273.792,3	1.334.750,8	1.344.198,5	1.334.750,8	1.378.135,2	1.391.559,6	1.398.457,4
Deuda autonómica	35.109,3	36.592,0	37.217,8	37.265,9	37.217,8	39.138,0	39.449,4	39.213,8
Deuda pública extranjera	4.339.951,8	8.214.367,3	8.487.736,2	8.501.693,1	8.487.736,2	8.387.422,4	8.300.881,9	8.159.875,6
Otra deuda pública	17.727,1	39.808,4	42.457,1	43.638,3	42.457,1	42.503,5	42.723,5	43.223,5

1 Importes nominales.

Importes nominales en millones de euros

	2022	2023	2024	2024	2025				
				III	IV	I	II	III	
POR TIPO DE ACTIVO									
Total	18.782,9	22.968,1	5.009,7	732,5	674,8	627,9	439,2	438,2	
Renta fija privada	106,7	102,1	101,1	19,3	20,9	12,6	6,9	7,4	
Pagarés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Bonos y obligaciones	105,8	100,2	100,5	19,3	20,9	12,6	6,9	7,4	
Cédulas hipotecarias	0,0	0,7	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Cédulas territoriales	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Bonos de titulización	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Participaciones preferentes	0,0	1,2	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Deuda pública	18.676,2	22.866,0	4.908,6	713,2	653,9	615,3	432,3	430,8	
Letras del Tesoro	730,3	803,3	203,0	50,8	38,7	44,1	34,0	28,0	
Bonos y obligaciones del Estado	5.623,7	9.337,8	3.250,4	662,3	532,3	480,2	368,4	402,1	
Deuda autonómica	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	
Deuda pública extranjera	12.322,3	12.724,9	1.455,1	0,0	82,9	91,0	29,9	0,2	
Otra deuda pública	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
POR TIPO DE OPERACIÓN									
Total	18.782,9	22.968,1	5.009,7	732,5	674,8	627,9	439,2	438,2	
Simple	18.782,9	22.968,1	5.009,7	732,5	674,8	627,9	439,2	438,2	
Repo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Simultánea	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	

AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador

CUADRO 1.10

Importes nominales en millones de euros

	2022	2023	2024	2024	2025				
				III	IV	I	II	III	
Total	18.771,9	22.952,9	4.978,5	730,3	649,2	627,9	439,2	424,6	
Sociedades no financieras	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Instituciones financieras	18.771,9	22.952,9	4.978,5	730,3	649,2	627,9	439,2	424,6	
Entidades de crédito	92,6	256,1	267,9	34,7	20,7	45,6	34,5	21,3	
IIC, seguros y fondos de pensiones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Otras entidades financieras	18.679,3	22.696,8	4.710,6	695,6	628,5	582,4	404,7	403,3	
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.

	2022	2023	2024	2024	2025			
				III	IV	I	II	III
NÚMERO DE EMISORES								
Total	8	7	7	7	7	6	5	5
Emisores privados	4	4	4	4	4	3	2	2
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	4	4	4	4	4	3	2	2
Administraciones públicas ¹	4	3	3	3	3	3	3	3
Comunidades autónomas	2	2	2	2	2	2	2	1
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	40	34	32	32	32	27	23	23
Emisores privados	11	10	10	10	10	6	2	2
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	11	10	10	10	10	6	2	2
Administraciones públicas ¹	29	24	22	22	22	21	21	21
Comunidades autónomas	24	22	21	21	21	20	20	20
SALDO VIVO ² (millones de euros)								
Total	7.717,5	7.076,0	6.953,0	6.959,7	6.953,0	6.372,0	6.276,0	6.274,9
Emisores privados	273,3	232,5	201,5	208,2	201,5	123,3	27,3	26,1
Sociedades no financieras	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras privadas	273,3	232,5	201,5	208,2	201,5	123,3	27,3	26,1
Administraciones públicas ¹	7.444,2	6.843,5	6.751,5	6.751,5	6.751,5	6.248,7	6.248,7	6.248,7
Comunidades autónomas	7.338,6	6.811,5	6.731,5	6.731,5	6.731,5	6.228,7	6.228,7	6.228,7

1 No incluye deuda anotada.

2 Importes nominales.

SENAF. Contratación de deuda pública por modalidad

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros

	2022	2023	2024	2024		2025		
				III	IV	I	II	III
Total	100.432,0	174.703,0	99.456,0	27.314,0	24.530,0	28.077,0	26.945,0	39.413,0
Simple	100.432,0	174.703,0	99.456,0	27.314,0	24.530,0	28.077,0	26.945,0	39.413,0
Simultáneas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras operaciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1.3 Derivados y otros productos

1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

Negociación en MEFF

CUADRO 1.13

Número de contratos

	2022	2023	2024	2024		2025		
				III	IV	I	II	III
Sobre deuda	0	0	0	0	0	0	0	0
Futuro sobre bono nocional ¹	0	0	0	0	0	0	0	0
Sobre Ibex 35 ^{2,3}	5.693.086	4.748.749	4.687.574	1.129.376	1.267.014	1.377.479	1.277.684	1.049.634
Futuro sobre Ibex 35 plus	5.445.516	4.615.051	4.524.516	1.101.407	1.214.056	1.198.403	1.084.579	905.369
Futuro mini sobre Ibex 35	93.450	61.215	61.670	16.863	14.538	169.855	182.772	138.262
Futuro micro sobre Ibex 35	0	0	0	0	0	0	0	0
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	19.708	16.640	20.180	2.850	8.605	3.050	2.920	2.350
Futuro sobre Ibex 35 sectoriales	0	0	0	0	0	0	0	0
Opción <i>call</i> mini	42.485	24.192	40.287	3.219	14.488	4.078	1.535	1.907
Opción <i>put</i> mini	91.927	31.651	40.921	5.038	15.327	2.092	5.878	1.746
Sobre acciones ⁴	25.333.109	24.111.351	22.621.854	4.083.066	6.268.008	7.394.662	7.997.451	6.221.617
Futuros	10.313.726	11.279.153	11.472.801	953.426	3.384.470	3.324.940	3.358.586	3.367.228
Futuros sobre dividendos de acciones	12.550	1.050	121.476	22.350	29.325	20.050	17.325	26.575
Futuros sobre dividendos de acciones plus	13.510	20.381	24.402	0	8.134	8.134	8.271	8.225
Opción <i>call</i>	7.900.379	5.832.613	5.083.232	1.295.732	1.170.047	1.477.492	1.773.688	969.792
Opción <i>put</i>	7.092.944	6.978.154	5.919.943	1.811.558	1.676.032	2.564.046	2.839.581	1.849.797

1 Nominal del contrato: 100.000 euros.

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

3 Nominal del contrato: Ibex 35 * 10 euros.

4 Nominal del contrato: 100 acciones.

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

Emisiones registradas en la CNMV¹

CUADRO 1.14

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

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

	2022	2023	2024	2024	2025			
				III	IV	I	II	III
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	599,6	381,1	110,2	21,7	25,6	23,1	9,9	5,5
Sobre acciones nacionales	86,0	53,4	24,6	3,8	7,9	5,5	3,3	4,5
Sobre acciones extranjeras	26,4	18,4	9,1	2,1	2,0	2,8	2,8	0,4
Sobre índices	436,8	293,5	73,7	15,3	15,0	14,7	3,6	0,3
Otros ¹	50,4	12,6	1,7	0,4	0,7	0,1	0,2	0,4
Número de emisiones ²	3.938	3.449	896	170	133	128	74	58
Número de emisores ²	2	3	1	2	1	1	1	1
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones ²	0	0	0	0	0	0	0	0
Número de emisores ²	0	0	0	0	0	0	0	0
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	1.604,8	1.297,3	993,3	229,0	222,4	282,5	321,7	215,1
Número de fondos	5	5	6	6	6	6	6	6
Patrimonio ³ (millones de euros)	241,2	222,5	241,9	245,9	241,9	272,4	279,4	284,7

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

2 Emisiones o emisores que registraron contratación en cada periodo.

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

Servicios de inversión

Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

	2022	2023	2024	2024	2025			
				III	IV	I	II	III
SOCIEDADES DE VALORES								
Entidades nacionales	34	39	40	40	40	39	40	39
Sucursales en España	15	16	21	19	21	20	20	21
Agentes operantes en España	1.222	1.306	1.533	1.415	1.533	1.586	1.752	1.776
Sucursales en el EEE ¹	5	5	6	5	6	6	6	6
Entidades en libre prestación en el EEE ¹	23	25	26	24	26	25	26	26
Pasaportes para operar en el EEE ^{1,2}	204	262	269	255	269	238	253	253
AGENCIAS DE VALORES								
Entidades nacionales	61	60	59	61	59	60	60	60
Sucursales en España	20	25	34	34	34	56	60	60
Agentes operantes en España	1.246	1.333	1.367	1.376	1.367	1.369	1.397	1.396
Sucursales en el EEE ¹	6	3	2	2	2	3	3	3
Entidades en libre prestación en el EEE ¹	32	34	33	33	33	34	33	33
Pasaportes para operar en el EEE ^{1,2}	211	234	228	235	228	238	212	225
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Entidades nacionales	0	0	0	0	0	0	0	0
EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO								
Entidades nacionales	143	143	88	89	88	90	97	90
Sucursales en España	21	16	7	7	7	7	9	9
Agentes operantes en España	26	24	23	23	23	24	28	29
Sucursales en el EEE ¹	0	0	0	0	0	0	0	0
Entidades en libre prestación en el EEE ¹	23	22	22	22	22	23	23	24
Pasaportes para operar en el EEE ^{1,2}	46	46	53	44	53	54	54	58
EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO NACIONAL³								
Entidades nacionales	–	–	49	51	49	54	54	56
Sucursales en España	–	–	0	0	0	0	0	0
Agentes operantes en España	–	–	2	0	2	2	3	4
ENTIDADES DE CRÉDITO⁴								
Entidades nacionales	108	108	107	107	107	106	104	104

1 EEE: Espacio Económico Europeo.

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

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

4 Fuente: Banco de España y CNMV.

Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2022	2023	2024	2024	2025			
				III	IV	I	II	III
Total	1.432	1.442	1.465	1.466	1.465	1.465	1.401	1.405
Empresas de servicios de inversión	974	873	896	897	896	896	856	856
Comunitarias	968	864	883	885	883	884	844	843
Con sucursal	43	47	52	51	52	51	49	48
En libre prestación de servicios	925	817	831	834	831	833	795	795
Extracomunitarias	6	9	13	12	13	12	12	13
Con sucursal	2	2	2	2	2	2	1	1
En libre prestación de servicios	4	7	11	10	11	10	11	12
Entidades de crédito ¹	458	569	569	569	569	569	545	549
Comunitarias	452	563	563	563	563	563	539	543
Con sucursal	52	49	49	49	49	49	49	49
En libre prestación de servicios	400	514	514	514	514	514	490	494
Filiales en libre prestación de servicios	0	0	0	0	0	0	0	0
Extracomunitarias	6	6	6	6	6	6	6	6
Con sucursal	3	3	3	3	3	3	3	3
En libre prestación de servicios	3	3	3	3	3	3	3	3

1 Fuente: Banco de España y CNMV.

Intermediación de operaciones al contado¹

CUADRO 2.3

Millones de euros

	2022	2023	2024	2024		2025		
				II	III	IV	I	II
RENTA FIJA								
Total	2.901.223,2	3.094.018,9	2.769.612,8	677.310,2	503.071,1	793.481,1	993.374,2	1.156.079,4
Sociedades de valores	2.890.878,3	3.083.705,8	2.767.416,8	676.672,2	502.503,6	793.030,2	992.965,3	1.155.691,6
Mercados organizados nacionales	662.074,8	487.314,3	474.126,0	129.789,6	99.981,9	117.535,6	133.029,2	103.593,2
Otros mercados nacionales	1.289.213,6	1.341.113,2	1.450.857,4	313.325,3	205.855,2	473.735,6	627.628,8	818.364,3
Mercados extranjeros	939.589,9	1.255.278,3	842.433,4	233.557,3	196.666,5	201.759,0	232.307,3	233.734,1
Agencias de valores	10.344,9	10.313,1	2.196,0	638,0	567,5	450,9	408,9	387,8
Mercados organizados nacionales	2.044,6	942,5	346,5	81,9	89,7	56,7	98,7	96,9
Otros mercados nacionales	454,6	402,9	627,7	134,1	186,5	218,4	60,8	88,9
Mercados extranjeros	7.845,7	8.967,7	1.221,8	422,0	291,3	175,8	249,4	202,0
RENTA VARIABLE								
Total	146.070,1	170.438,0	97.328,3	27.365,9	15.316,3	29.941,5	26.313,7	28.387,1
Sociedades de valores	130.376,3	144.950,8	80.738,1	24.137,4	13.771,1	22.761,8	20.528,6	23.237,6
Mercados organizados nacionales	38.170,8	43.121,6	40.401,0	14.940,9	5.896,4	11.752,2	7.767,0	12.165,6
Otros mercados nacionales	2.802,8	2.982,2	3.393,1	816,6	821,3	1.014,1	1.120,5	1.237,6
Mercados extranjeros	89.402,7	98.847,0	36.944,0	8.379,9	7.053,4	9.995,5	11.641,1	9.834,4
Agencias de valores	15.693,8	25.487,2	16.590,2	3.228,5	1.545,2	7.179,7	5.785,1	5.149,5
Mercados organizados nacionales	5.978,1	8.385,6	9.533,1	2.101,4	1.014,8	4.314,9	3.239,6	2.814,1
Otros mercados nacionales	864,8	7.448,4	1.291,7	66,8	48,1	1.057,7	738,1	483,2
Mercados extranjeros	8.850,9	9.653,2	5.765,4	1.060,3	482,3	1.807,1	1.807,4	1.852,2

1 Datos acumulados del periodo.

Intermediación de operaciones de derivados^{1,2}

CUADRO 2.4

Millones de euros

	2022	2023	2024	2024		2025		
				II	III	IV	I	II
Total	9.792.568,5	8.922.442,0	8.476.121,7	2.139.069,0	1.887.922,8	2.056.141,5	2.069.642,2	1.906.705,9
Sociedades de valores	8.817.459,1	7.889.992,0	7.798.613,0	2.013.064,5	1.727.310,3	1.845.539,6	1.879.278,3	1.748.697,8
Mercados organizados nacionales	4.192.650,3	3.344.015,7	2.959.057,4	772.882,5	690.021,7	722.658,4	865.733,6	757.741,4
Mercados organizados extranjeros	4.451.806,6	4.433.507,7	4.636.521,4	1.151.994,4	1.010.646,6	1.053.869,1	956.396,8	933.395,6
Mercados no organizados	173.002,2	112.468,6	203.034,2	88.187,6	26.642,0	69.012,1	57.147,9	57.560,8
Agencias de valores	975.109,4	1.032.450,0	677.508,7	126.004,5	160.612,5	210.601,9	190.363,9	158.008,1
Mercados organizados nacionales	9.075,1	6.064,8	76.223,6	3.842,7	1.840,1	67.778,4	3.182,8	2.069,2
Mercados organizados extranjeros	960.541,5	1.016.950,8	573.962,3	113.451,7	145.465,0	138.749,8	180.793,3	151.455,9
Mercados no organizados	5.492,8	9.434,4	27.322,8	8.710,1	13.307,4	4.073,7	6.387,8	4.483,0

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

2 Datos acumulados del periodo.

Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 2.5

				2024			2025	
	2022	2023	2024	II	III	IV	I	II
NÚMERO DE CARTERAS								
Total ²	103.905	113.597	144.175	125.880	133.755	144.175	155.863	168.225
Sociedades de valores. Total	21.914	19.503	19.002	18.906	19.171	19.002	18.893	23.771
IIC ³	29	24	22	26	22	22	21	20
Otras ⁴	21.885	19.479	18.980	18.880	19.149	18.980	18.872	23.751
Agencias de valores. Total	81.991	94.094	125.173	106.974	114.584	125.173	136.970	144.454
IIC ³	38	45	47	40	44	47	57	59
Otras ⁴	81.953	94.049	125.126	106.934	114.540	125.126	136.913	144.395
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)								
Total ²	8.206.522	10.444.200	14.950.397	11.507.699	12.258.933	14.950.397	15.013.340	15.618.308
Sociedades de valores. Total	2.901.726	3.207.358	3.559.599	3.361.832	3.463.131	3.559.599	3.656.785	3.816.696
IIC ³	393.165	337.662	350.640	347.263	352.062	350.640	362.479	349.708
Otras ⁴	2.508.561	2.869.696	3.208.959	3.014.569	3.111.069	3.208.959	3.294.306	3.466.988
Agencias de valores. Total	5.304.796	7.236.842	11.390.798	8.145.867	8.795.802	11.390.798	11.356.555	11.801.612
IIC ³	1.276.836	2.227.407	2.194.882	2.321.325	2.520.491	2.194.882	4.130.871	3.847.016
Otras ⁴	4.027.960	5.009.435	9.195.916	5.824.542	6.275.311	9.195.916	7.225.684	7.954.596

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

				2024			2025	
	2022	2023	2024	II	III	IV	I	II
NÚMERO DE CONTRATOS								
Total ³	48.139	65.516	83.805	71.943	76.168	83.805	89.150	93.768
Sociedades de valores. Total	20.133	26.066	38.085	29.779	33.104	38.085	39.212	42.500
Clientes minoristas	20.076	25.992	38.001	29.703	33.025	38.001	39.130	42.423
Clientes profesionales	43	57	65	59	62	65	64	59
Contrapartes elegibles	14	17	19	17	17	19	18	18
Agencias de valores. Total	28.006	39.450	45.720	42.164	43.064	45.720	49.938	51.268
Clientes minoristas	27.638	39.028	45.261	41.734	42.606	45.261	49.473	50.807
Clientes profesionales	327	385	425	393	421	425	430	427
Contrapartes elegibles	41	37	34	37	37	34	35	34
Pro memoria: comisiones percibidas por asesoramiento financiero ⁴ (miles de euros)								
Total ³	45.484	49.564	49.822	22.201	33.584	49.822	14.140	27.730
Sociedades de valores	7.937	11.624	16.508	7.404	10.919	16.508	5.119	9.403
Agencias de valores	37.547	37.940	33.314	14.797	22.665	33.314	9.021	18.327

1 Datos al final del periodo.

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

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

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

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades de valores

CUADRO 2.7

Miles de euros¹

	2022	2023	2024	2024		2025		
				III	IV	I	II	III ²
I. Margen de intereses	66.519	80.476	97.571	83.028	97.571	17.719	51.048	60.852
II. Comisiones netas	191.789	213.216	246.898	173.779	246.898	70.318	141.847	176.076
Comisiones percibidas	293.594	315.902	363.650	260.608	363.650	100.724	199.639	256.515
Tramitación y ejecución de órdenes	105.849	117.833	125.319	93.808	125.319	40.014	78.680	99.588
Colocación y aseguramiento de emisiones	7.881	7.047	7.594	5.234	7.594	2.496	5.400	7.111
Depósito y anotación de valores	32.979	32.507	33.125	24.573	33.125	8.257	16.226	20.401
Gestión de carteras	14.096	17.588	21.645	12.884	21.645	4.694	9.099	12.156
Diseño y asesoramiento	19.162	21.142	25.519	16.738	25.519	7.629	14.646	18.743
Búsqueda y colocación de paquetes	1.010	921	2.703	2.613	2.703	133	307	1.011
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	63.402	67.896	75.976	56.095	75.976	19.818	40.849	55.016
Otras	49.215	50.967	71.770	48.662	71.770	17.683	34.432	42.489
Comisiones satisfechas	101.805	102.686	116.752	86.829	116.752	30.406	57.792	99.588
III. Resultado de inversiones financieras	57.558	41.037	34.321	24.040	34.321	12.867	25.789	30.483
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	1.372	6.726	7.426	5.195	7.426	206	-381	342
V. Margen bruto	317.238	341.455	386.216	286.042	386.216	101.110	218.303	267.753
VI. Resultado de explotación	90.039	102.285	129.237	107.274	129.237	30.856	79.482	86.703
VII. Resultado de actividades continuadas	82.156	95.053	110.213	99.732	110.213	25.328	68.257	74.387
VIII. Resultado neto del ejercicio	82.156	95.053	110.213	99.732	110.213	25.328	68.257	74.387

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

² Datos disponibles: agosto de 2025.

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.8

Miles de euros¹

				2024		2025		
	2022	2023	2024	II	III	IV	I	II
TOTAL								
Total	122.542	128.333	136.883	86.367	111.030	136.883	30.757	76.418
Activos monetarios y deuda pública	-2.032	2.412	982	997	716	982	426	756
Otros valores de renta fija	47.796	38.044	27.962	16.133	20.929	27.962	9.052	14.848
Cartera interior	7.462	8.477	9.493	6.784	8.085	9.493	2.069	3.349
Cartera exterior	40.334	29.567	18.469	9.349	12.844	18.469	6.983	11.499
Renta variable	11.693	5.470	8.538	3.574	5.178	8.538	2.886	8.505
Cartera interior	7.200	2.705	5.932	2.961	4.225	5.932	1.956	5.551
Cartera exterior	4.493	2.765	2.606	613	953	2.606	930	2.954
Derivados	2.064	-2.192	-1.616	-1.078	-831	-1.616	214	1.869
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-21	2.048	2.229	1.390	1.896	2.229	125	7.802
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios financieros	9.394	23.645	26.771	11.951	18.351	26.771	6.709	13.038
Diferencias de cambio netas	-273	-1.007	434	541	-621	434	-767	-2.138
Otros productos y cargas de explotación	1.645	7.732	6.992	3.914	5.816	6.992	973	1.757
Otras operaciones	52.276	52.181	64.591	48.945	59.596	64.591	11.139	29.981
MARGEN DE INTERESES								
Total	66.519	80.476	97.572	63.585	83.026	97.572	17.718	51.049
Activos monetarios y deuda pública	457	647	652	352	512	652	128	240
Otros valores de renta fija	209	862	898	490	656	898	211	435
Cartera interior	76	479	465	278	368	465	99	197
Cartera exterior	133	383	433	212	288	433	112	238
Renta variable	4.014	1.318	1.127	643	974	1.127	201	670
Cartera interior	630	627	644	288	565	644	109	309
Cartera exterior	3.384	691	483	355	409	483	92	361
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-21	2.048	2.229	1.390	1.896	2.229	125	7.802
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios financieros	9.394	23.645	26.771	11.951	18.351	26.771	6.709	13.038
Otras operaciones	52.466	51.956	65.895	48.759	60.637	65.895	10.344	28.864
INVERSIONES FINANCIERAS								
Total	57.557	41.038	34.321	18.325	24.041	34.321	12.868	25.788
Activos monetarios y deuda pública	-2.489	1.765	330	645	204	330	298	516
Otros valores de renta fija	47.587	37.182	27.064	15.643	20.273	27.064	8.841	14.413
Cartera interior	7.386	7.998	9.028	6.506	7.717	9.028	1.970	3.152
Cartera exterior	40.201	29.184	18.036	9.137	12.556	18.036	6.871	11.261
Renta variable	7.679	4.152	7.411	2.931	4.204	7.411	2.685	7.835
Cartera interior	6.570	2.078	5.288	2.673	3.660	5.288	1.847	5.242
Cartera exterior	1.109	2.074	2.123	258	544	2.123	838	2.593
Derivados	2.064	-2.192	-1.616	-1.078	-831	-1.616	214	1.869
Otras operaciones	2.716	131	1.132	184	191	1.132	830	1.155
DIFERENCIAS DE CAMBIO Y OTRAS PARTIDAS								
Total	-1.534	6.819	4.990	4.457	3.963	4.990	171	-419
Diferencias de cambio netas	-273	-1.007	434	541	-621	434	-767	-2.138
Otros productos y cargas de explotación	1.645	7.732	6.992	3.914	5.816	6.992	973	1.757
Otras operaciones	-2.906	94	-2.436	2	-1.232	-2.436	-35	-38

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

Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores

CUADRO 2.9

Miles de euros¹

	2022	2023	2024	2024		2025		
				III	IV	I	II	III ²
I. Margen de intereses	960	2.086	3.963	3.049	3.963	543	959	1.653
II. Comisiones netas	170.724	176.882	211.699	135.875	211.699	54.969	105.378	140.344
Comisiones percibidas	198.293	216.159	268.393	169.817	268.393	70.383	136.513	181.937
Tramitación y ejecución de órdenes	18.030	16.754	9.185	6.763	9.185	3.017	5.657	6.926
Colocación y aseguramiento de emisiones	1.187	829	360	68	360	44	61	88
Depósito y anotación de valores	286	281	258	198	258	60	108	148
Gestión de carteras	23.388	26.700	34.444	23.820	34.444	9.176	18.337	24.665
Diseño y asesoramiento	38.167	38.232	33.470	22.794	33.470	9.079	18.416	25.117
Búsqueda y colocación de paquetes	0	0	0	0	0	0	0	0
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	1	1
Comercialización de IIC	94.339	101.698	131.507	83.707	131.507	35.325	69.265	94.358
Otras	22.896	31.665	59.170	32.468	59.170	13.680	24.667	30.634
Comisiones satisfechas	27.569	39.277	56.694	33.942	56.694	15.414	31.135	41.593
III. Resultado de inversiones financieras	-1.479	1.771	1.923	1.574	1.923	195	612	920
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	588	-859	2.058	890	2.058	630	602	887
V. Margen bruto	170.793	179.880	219.643	141.388	219.643	56.337	107.551	143.804
VI. Resultado de explotación	10.018	16.991	33.287	20.938	33.287	10.355	10.445	14.411
VII. Resultado de actividades continuadas	10.364	16.373	27.879	20.462	27.879	10.992	11.071	14.450
VIII. Resultado neto del ejercicio	10.364	16.373	27.879	20.462	27.879	10.992	11.071	14.450

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

² Datos disponibles: agosto de 2025.

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

CUADRO 2.10

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

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

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

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

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

Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos¹

CUADRO 2.11

	2022	2023	2024	2024		2025		
				II	III	IV	I	II
TOTAL²								
Media ³ (%)	19,39	9,88	12,66	14,91	13,47	12,66	11,59	13,02
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	37	36	26	35	38	26	26	29
0-≤ 15 %	17	19	22	16	14	22	19	21
> 15-≤ 45 %	13	18	21	23	19	21	22	22
> 45-≤ 75 %	7	7	8	7	9	8	10	9
> 75 %	19	17	20	18	19	20	20	17
SOCIEDADES DE VALORES								
Media ³ (%)	20,42	9,32	11,42	14,78	12,38	11,42	9,77	12,81
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	11	10	10	11	14	10	8	10
0-≤ 15 %	10	12	13	10	10	13	12	12
> 15-≤ 45 %	5	7	7	9	6	7	9	7
> 45-≤ 75 %	2	3	3	4	4	3	1	3
> 75 %	5	5	5	4	4	5	7	6
AGENCIAS DE VALORES								
Media ³ (%)	14,91	14,87	21,15	16,13	23,66	21,15	23,63	14,43
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	26	26	16	24	24	16	18	19
0-≤ 15 %	7	7	9	6	4	9	7	9
> 15-≤ 45 %	8	11	14	14	13	14	13	15
> 45-≤ 75 %	5	4	5	3	5	5	9	6
> 75 %	14	12	15	14	15	15	13	11

1 El ROE se ha calculado como:

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

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

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

3 Media ponderada por fondos propios, en %.

Empresas de asesoramiento financiero. Principales magnitudes¹

CUADRO 2.12

Miles de euros

	2020	2021	2022	2023	2024 ²
PATRIMONIOS ASESORADOS³					
Total	17.423.050	19.530.452	18.682.820	15.759.839	17.149.868
Clientes minoristas	6.907.284	9.125.730	10.136.837	8.415.076	9.259.252
Resto de clientes y entidades ⁴	10.515.766	10.404.722	8.545.983	7.344.763	7.890.616
INGRESOS POR COMISIONES⁵					
Total	45.782	56.823	57.090	53.110	63.658
Comisiones percibidas	45.153	56.430	56.446	52.704	63.101
Otros ingresos	629	393	644	406	557
PATRIMONIO NETO					
Total	30.177	33.334	34.378	34.038	40.999
Capital social	5.454	6.151	6.971	7.593	7.596
Reservas y remanentes	18.979	21.128	23.778	20.795	22.118
Resultado del ejercicio ⁵	4.837	6.517	2.561	4.510	8.035
Resto de fondos propios	907	-461	1.068	1.140	3.250

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

2 Incluye: empresas de asesoramiento financiero (EAF) y empresas de asesoramiento financiero nacionales (EAFN).

3 Datos al final del periodo.

4 Incluye clientes profesionales y otros clientes. A partir de 2019, con la entrada en vigor de la Circular 4/2018, de 27 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular 1/2010, no se dispone de información desagregada de clientes no minoristas.

5 Importes acumulados desde el inicio del año.

3 Instituciones de inversión colectiva^a

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

CUADRO 3.1

	2022	2023	2024	2024		2025		
				III	IV	I	II	III ¹
Total IIC de carácter financiero	2.675	2.077	2.075	2.062	2.075	2.046	2.049	2.056
Fondos de inversión	1.484	1.496	1.492	1.482	1.492	1.472	1.469	1.474
Sociedades de inversión	1.091	450	429	435	429	421	420	419
IIC de IIC de inversión libre	8	7	8	8	8	8	8	8
IIC de inversión libre	92	124	146	137	146	145	152	155
Total IIC inmobiliarias	4	3	2	2	2	2	1	1
Fondos de inversión inmobiliaria	2	2	1	1	1	1	0	0
Sociedades de inversión inmobiliaria	2	1	1	1	1	1	1	1
Total IIC extranjeras comercializadas en España	1.095	1.115	1.139	1.135	1.139	1.161	1.161	1.168
Fondos extranjeros comercializados en España	426	442	453	452	453	466	466	470
Sociedades extranjeras comercializadas en España	669	673	686	683	686	695	695	698
SGIIC	123	117	119	119	119	119	117	118
Depositarias IIC	34	32	30	30	30	30	29	29

1 Datos disponibles: agosto de 2025. A partir de 2025 no se incluyen fondos de inversión del *sandbox* (Ley 7/2020, de 13 de noviembre, para la transformación digital del sistema financiero).

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2022	2023	2024	2024		2025		
				III	IV ¹	I	II	III ²
Total IIC de carácter financiero ³	16.247.654	16.116.236	16.655.877	16.421.061	16.655.877	17.248.652	17.432.748	17.576.749
Fondos de inversión	16.115.864	16.016.612	16.561.621	16.324.687	16.561.621	17.154.860	17.339.316	17.483.270
Sociedades de inversión	131.790	99.624	94.256	95.793	94.256	93.792	93.432	93.376
Total IIC inmobiliarias ^{3, 4}	593	583	104	581	104	103	103	103
Total IIC extranjeras comercializadas en España ⁵	6.412.067	6.951.170	7.421.637	7.413.511	7.421.637	8.210.742	8.753.209	–
Fondos extranjeros comercializados en España	830.870	880.152	1.128.287	994.650	1.128.287	1.321.181	1.413.093	–
Sociedades extranjeras comercializadas en España	5.581.197	6.071.018	6.293.350	6.418.861	6.293.350	6.889.561	7.340.116	–

1 Datos de IIC Extranjeras comercializadas en España revisados y modificados en octubre de 2025.

2 Datos disponibles: julio de 2025.

3 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.

4 Datos de fondos y sociedades de inversión inmobiliaria.

5 Solo incluye los datos de las instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS). Datos estimados con la información recibida hasta el momento.

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

Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

Millones de euros

	2022	2023	2024	2024		2025		
				III	IV ¹	I	II	III ²
Total IIC de carácter financiero	327.330,7	367.570,9	421.761,4	409.211,0	421.761,4	430.413,5	444.146,2	453.475,8
Fondos de inversión ³	311.466,4	353.259,8	405.931,1	393.828,5	405.931,1	414.926,7	428.194,6	436.208,1
Sociedades de inversión	15.864,3	14.311,1	15.830,3	15.382,5	15.830,3	15.486,8	15.951,6	16.206,3
Total IIC inmobiliarias ⁴	1.279,0	1.319,2	1.049,7	1.296,7	1.049,7	1.050,9	1.057,3	1.061,4
Total IIC extranjeras comercializadas en España ⁵	201.058,7	251.304,7	277.310,3	275.005,8	277.310,3	288.845,2	299.282,6	–
Fondos extranjeros comercializados en España	27.630,3	35.677,7	46.692,5	42.560,8	46.692,5	51.203,3	53.984,5	–
Sociedades extranjeras comercializadas en España	173.428,3	215.627,0	230.617,9	232.445,0	230.617,9	237.641,8	245.298,0	–

1 Datos de IIC Extranjeras comercializadas en España revisados y modificados en octubre de 2025.

2 Datos disponibles: julio de 2025.

3 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en junio 2025, del orden de 11.478,4 millones de euros.

4 Datos de fondos y sociedades de inversión inmobiliaria.

5 Solo incluye los datos de las instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS). Datos estimados con la información recibida hasta el momento.

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión

CUADRO 3.4

Millones de euros

	2022	2023	2024	2024		2025		
				II	III	IV	I	II
Patrimonio	311.466,4	353.259,8	405.931,1	379.750,4	393.828,5	405.931,1	414.926,7	428.194,6
Cartera de inversiones financieras	291.188,2	335.351,6	386.962,4	359.347,7	374.509,7	386.962,4	395.102,3	407.939,7
Cartera interior	58.740,0	79.509,6	82.535,3	80.589,7	80.598,0	82.535,3	86.544,1	87.259,1
Valores representativos de deuda	42.044,2	60.888,4	60.957,7	60.771,8	59.762,1	60.957,7	64.173,2	65.225,8
Instrumentos de patrimonio	6.113,0	6.586,3	6.307,8	6.263,7	6.572,4	6.307,8	7.071,4	7.383,3
Instituciones de inversión colectiva	9.927,7	10.152,3	12.001,9	11.045,9	11.304,6	12.001,9	12.449,5	12.294,4
Depósitos en EE. CC.	431,8	1.686,1	3.099,8	2.283,5	2.766,0	3.099,8	2.657,2	2.131,8
Derivados	159,5	134,3	85,7	151,8	117,6	85,7	110,1	139,4
Otros	63,8	62,3	82,4	73,0	75,2	82,4	82,8	84,2
Cartera exterior	232.444,2	255.835,0	304.420,2	278.749,9	293.904,0	304.420,2	308.552,7	320.674,7
Valores representativos de deuda	110.173,6	133.146,1	173.974,5	151.331,6	164.820,4	173.974,5	181.441,1	191.808,4
Instrumentos de patrimonio	41.321,4	46.093,4	53.341,7	51.121,5	52.008,7	53.341,7	51.121,7	53.251,8
Instituciones de inversión colectiva	80.592,6	76.255,3	76.592,8	75.855,9	76.649,0	76.592,8	75.502,9	75.030,3
Depósitos en EE. CC.	0,0	196,7	468,7	366,0	422,3	468,7	420,9	461,1
Derivados	356,1	143,3	42,4	74,6	3,4	42,4	66,1	123,1
Otros	0,5	0,2	0,0	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	4,0	6,9	6,9	8,1	7,6	6,9	5,5	5,9
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tesorería	18.515,0	16.466,7	17.713,9	18.448,9	17.728,2	17.713,9	18.585,7	18.745,8
Neto deudores/acreedores	1.763,2	1.441,6	1.254,8	1.953,7	1.590,6	1.254,8	1.238,8	1.509,1

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

CUADRO 3.5

Millones de euros

	2022	2023	2024	2024			2025	
				II	III	IV	I	II
Patrimonio	15.864,3	14.311,1	15.830,3	15.286,9	15.382,5	15.830,3	15.486,8	15.951,6
Cartera de inversiones financieras	12.349,9	13.502,9	15.015,7	14.362,3	14.565,7	15.015,7	14.659,6	15.115,1
Cartera interior	2.583,6	2.231,1	2.308,2	2.136,3	2.214,2	2.308,2	2.931,8	2.752,2
Valores representativos de deuda	773,6	858,3	991,7	720,1	803,1	991,7	1.699,6	1.471,3
Instrumentos de patrimonio	819,9	870,4	844,9	941,5	930,0	844,9	792,9	825,3
Instituciones de inversión colectiva	950,2	457,0	438,7	440,6	447,7	438,7	414,7	428,8
Depósitos en EE. CC.	1,4	13,9	5,2	5,6	5,2	5,2	0,0	0,0
Derivados	-0,8	0,0	-0,5	-0,8	-0,8	-0,5	-1,3	0,0
Otros	39,3	31,6	28,2	29,3	29,1	28,2	25,9	26,9
Cartera exterior	9.763,6	11.271,0	12.706,9	12.225,0	12.350,7	12.706,9	11.727,1	12.362,3
Valores representativos de deuda	1.807,1	2.370,0	2.425,7	2.369,4	2.506,1	2.425,7	2.866,6	3.216,6
Instrumentos de patrimonio	3.605,4	4.396,9	5.343,2	5.024,5	5.065,7	5.343,2	4.122,4	4.322,4
Instituciones de inversión colectiva	4.325,7	4.478,0	4.921,1	4.796,9	4.745,0	4.921,1	4.716,8	4.801,0
Depósitos en EE. CC.	0,0	10,2	0,0	15,1	15,2	0,0	0,0	0,0
Derivados	7,9	-0,9	-3,0	1,0	-1,3	-3,0	1,0	1,0
Otros	17,4	16,8	19,9	18,2	20,0	19,9	20,4	21,4
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	2,6	0,8	0,6	0,9	0,8	0,6	0,7	0,6
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,1
Tesorería	2.962,6	868,6	898,8	817,0	679,0	898,8	666,9	702,6
Neto deudores/acreedores	551,3	-60,9	-84,7	107,1	137,3	-84,7	159,9	133,8

				2024		2025		
	2022	2023	2024	III	IV	I	II	III ³
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	1.684	1.715	1.714	1.711	1.714	1.707	1.706	1.703
Renta fija ⁴	293	321	352	345	352	359	361	364
Renta fija mixta ⁵	171	167	165	165	165	167	172	173
Renta variable mixta ⁶	206	197	190	192	190	187	188	188
Renta variable euro	86	82	75	75	75	75	71	70
Renta variable internacional	339	346	357	354	357	361	362	361
Garantizado renta fija	49	58	58	57	58	58	56	55
Garantizado renta variable ⁷	102	98	74	78	74	61	57	51
Fondos globales	291	291	294	295	294	294	292	292
De gestión pasiva ⁸	93	107	106	105	106	103	105	106
Retorno absoluto	54	48	43	45	43	42	42	43
PARTÍCIPE								
Total fondos de inversión	16.119.440	16.020.641	16.571.850	16.333.581	16.571.850	17.161.767	17.349.544	17.491.068
Renta fija ⁴	5.539.272	5.833.434	6.348.681	6.197.897	6.348.681	6.804.631	6.986.085	7.077.227
Renta fija mixta ⁵	1.216.179	1.048.597	1.061.288	1.035.669	1.061.288	1.069.061	1.081.548	1.086.201
Renta variable mixta ⁶	696.718	634.547	579.490	577.939	579.490	578.158	572.089	572.423
Renta variable euro	836.711	706.942	691.994	697.963	691.994	706.790	703.103	707.187
Renta variable internacional	4.156.864	4.082.653	4.225.554	4.168.649	4.225.554	4.337.747	4.231.170	4.253.034
Garantizado renta fija	141.717	178.170	156.582	159.694	156.582	147.535	133.500	137.388
Garantizado renta variable ⁷	209.188	180.665	119.237	147.139	119.237	100.997	83.695	77.843
Fondos globales	2.067.594	2.002.961	1.972.624	1.962.832	1.972.624	2.000.059	1.997.271	2.000.720
De gestión pasiva ⁸	596.475	720.965	782.384	764.001	782.384	766.662	902.340	914.666
Retorno absoluto	658.722	631.707	634.016	621.798	634.016	650.127	658.743	664.379
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	311.466,4	353.259,8	405.931,1	393.828,5	405.931,1	414.926,7	428.194,6	436.208,1
Renta fija ⁴	98.561,1	131.868,4	172.404,7	162.475,2	172.404,7	184.772,1	194.760,4	199.110,0
Renta fija mixta ⁵	37.846,0	34.252,8	38.078,5	36.321,9	38.078,5	39.331,6	40.854,6	41.255,8
Renta variable mixta ⁶	24.247,9	23.914,2	23.566,2	23.246,9	23.566,2	23.543,4	23.715,5	24.084,4
Renta variable euro	7.226,3	6.704,0	6.111,0	6.465,4	6.111,0	6.518,0	6.841,6	6.974,5
Renta variable internacional	45.588,9	51.099,7	60.219,9	58.055,1	60.219,9	57.734,2	59.803,4	60.949,5
Garantizado renta fija	5.454,9	7.564,6	6.380,7	6.482,4	6.380,7	5.965,4	5.494,7	5.626,2
Garantizado renta variable ⁷	6.306,7	5.602,1	3.674,1	4.546,5	3.674,1	3.301,3	2.782,5	2.714,3
Fondos globales	63.717,0	59.479,4	61.047,7	61.310,2	61.047,7	59.861,6	59.912,2	60.370,5
De gestión pasiva ⁸	15.935,0	26.518,6	27.474,3	28.210,8	27.474,3	26.587,4	26.157,9	26.759,0
Retorno absoluto	6.582,5	6.255,9	6.973,9	6.714,0	6.973,9	7.311,7	7.871,7	8.363,9

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

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

3 Datos disponibles: julio de 2025.

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

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

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

7 Incluye: garantizados de rendimiento variable y garantía parcial.

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

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

CUADRO 3.7

				2024		2025		
	2022	2023	2024	III	IV	I	II	III ¹
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	16.119.440	16.020.641	16.571.850	16.333.581	16.571.850	17.161.767	17.349.544	17.491.068
Personas físicas	15.839.201	15.739.140	16.271.840	16.044.357	16.271.840	16.856.901	17.037.062	17.174.807
Residentes	15.717.938	15.610.315	16.131.514	15.907.717	16.131.514	16.712.096	16.889.766	17.025.980
No residentes	121.263	128.825	140.326	136.640	140.326	144.805	147.296	148.827
Personas jurídicas	280.239	281.501	300.010	289.224	300.010	304.866	312.482	316.261
Entidades de crédito	883	931	942	944	942	987	1.023	1.024
Otros agentes residentes	278.246	279.329	297.655	286.887	297.655	302.451	309.911	313.586
Entidades no residentes	1.110	1.241	1.413	1.393	1.413	1.428	1.548	1.651
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	311.466,4	353.259,8	405.931,1	393.828,5	405.931,1	414.926,7	428.194,6	436.208,1
Personas físicas	257.253,5	295.592,2	339.518,1	329.580,4	339.518,1	346.805,3	356.850,4	363.206,9
Residentes	253.545,2	291.241,1	334.214,8	324.531,0	334.214,8	341.329,2	351.239,2	357.514,1
No residentes	3.708,3	4.351,1	5.303,3	5.049,4	5.303,3	5.476,1	5.611,3	5.692,8
Personas jurídicas	54.212,8	57.667,5	66.413,0	64.248,1	66.413,0	68.121,5	71.344,1	73.001,2
Entidades de crédito	351,8	430,3	421,5	446,2	421,5	386,9	430,5	451,0
Otros agentes residentes	53.052,7	55.858,1	64.163,5	62.053,1	64.163,5	65.906,6	68.876,9	70.390,4
Entidades no residentes	808,3	1.379,1	1.828,0	1.748,8	1.828,0	1.828,0	2.036,7	2.159,9

1 Datos disponibles: julio de 2025.

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

CUADRO 3.8

Millones de euros

	2022	2023	2024	2024		2025		
				II	III	IV	I	II
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión	162.843,5	135.431,3	164.740,0	42.106,6	32.980,6	49.337,6	54.361,9	48.263,5
Renta fija	89.725,6	87.913,2	105.686,5	26.835,8	20.577,6	31.186,1	34.736,9	32.926,1
Renta fija mixta	11.075,6	5.650,5	11.397,7	3.413,2	2.433,3	3.496,6	3.329,0	3.141,8
Renta variable mixta	6.933,1	3.877,8	4.631,2	1.152,2	811,0	1.691,4	1.596,3	1.045,7
Renta variable euro	2.989,1	1.533,9	1.666,4	564,3	279,4	377,1	501,9	473,0
Renta variable internacional	18.529,7	11.222,3	14.358,4	3.560,2	2.279,9	4.630,5	4.733,3	3.645,2
Garantizado renta fija	3.751,3	2.635,2	804,4	153,4	192,3	244,0	277,5	370,9
Garantizado renta variable	680,3	84,8	118,2	39,1	34,2	38,5	160,7	55,2
Fondos globales	17.969,3	7.789,4	8.452,5	1.932,2	1.768,8	2.897,5	4.168,0	2.966,1
De gestión pasiva	8.884,4	12.964,8	15.815,4	4.046,2	4.198,8	4.227,9	4.065,7	2.861,6
Retorno absoluto	2.305,0	1.759,3	1.809,3	409,9	405,2	548,0	792,5	778,0
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	145.802,6	117.376,8	136.698,7	36.753,7	26.268,5	41.276,0	43.413,1	41.643,1
Renta fija	74.352,0	58.939,1	70.679,8	18.812,0	13.688,8	22.504,8	23.123,0	24.412,7
Renta fija mixta	17.345,2	11.344,4	7.983,4	2.218,8	1.395,7	2.000,0	2.083,9	2.157,6
Renta variable mixta	7.440,1	6.112,0	5.184,9	1.335,1	889,8	1.558,4	1.367,1	1.366,2
Renta variable euro	3.205,0	3.290,6	2.655,4	908,3	364,1	568,0	646,3	540,3
Renta variable internacional	16.794,8	13.002,7	13.907,7	3.100,8	2.173,2	4.160,0	4.606,1	3.711,4
Garantizado renta fija	335,2	507,6	1.908,3	610,8	268,4	382,3	727,2	872,4
Garantizado renta variable	2.060,0	826,0	2.131,2	347,2	391,9	870,2	573,9	588,1
Fondos globales	17.670,9	16.688,0	14.077,0	3.739,3	2.590,1	3.613,0	4.685,3	3.927,4
De gestión pasiva	4.236,9	4.306,7	16.744,6	5.354,1	4.266,2	5.272,2	5.083,0	3.715,1
Retorno absoluto	2.362,2	2.359,8	1.426,5	327,1	240,2	347,2	517,4	351,9

1 Datos estimados.

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

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

CUADRO 3.9

Millones de euros

	2022	2023	2024	2024			2025	
				II	III	IV	I	II
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS								
Total fondos de inversión	16.977,9	18.050,8	28.041,3	5.353,5	6.711,5	8.061,6	10.948,8	6.620,5
Renta fija	15.171,0	28.528,7	35.205,6	8.024,6	7.039,5	8.728,6	11.613,9	8.539,7
Renta fija mixta	-8.999,8	-5.545,0	2.143,1	1.194,4	1.064,0	1.516,4	1.245,1	1.098,7
Renta variable mixta	-686,9	-2.287,9	-2.020,2	-182,9	25,7	131,8	227,2	-313,2
Renta variable euro	-335,9	-1.753,1	-1.146,0	-320,8	-249,4	-190,8	-144,4	-170,3
Renta variable internacional	1.782,7	-1.766,8	666,3	459,4	271,4	474,3	169,8	36,7
Garantizado renta fija	3.355,8	1.905,1	-1.359,5	-457,4	-312,0	-138,3	-449,6	-501,5
Garantizado renta variable	-1.409,6	-938,7	-2.093,5	-308,1	-357,7	-898,9	-413,2	-546,4
Fondos globales	3.824,2	-8.376,0	-2.771,5	-1.807,2	-821,3	-718,1	-495,4	-1.084,6
De gestión pasiva	4.551,5	8.897,7	-965,5	-1.331,0	-113,7	-1.044,3	-1.079,8	-864,8
Retorno absoluto	-274,9	-613,1	382,6	82,5	165,0	200,8	275,1	426,1
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	-30.163,5	23.796,0	24.699,2	3.532,6	7.379,6	4.058,8	-1.939,0	6.696,7
Renta fija	-5.031,3	4.781,0	5.336,1	708,5	2.761,4	1.202,6	754,6	1.449,5
Renta fija mixta	-3.997,8	1.970,7	1.705,9	164,0	792,0	250,7	13,5	455,6
Renta variable mixta	-3.204,9	1.958,0	1.676,7	189,2	520,6	188,3	-247,1	486,1
Renta variable euro	-715,3	1.233,3	554,2	40,3	264,3	-163,0	551,4	494,4
Renta variable internacional	-7.412,1	7.281,7	8.458,2	1.511,4	842,9	1.691,5	-2.654,8	2.034,1
Garantizado renta fija	-247,6	204,7	175,6	31,6	104,7	31,6	34,3	35,7
Garantizado renta variable	-378,6	234,1	165,6	23,3	66,3	26,5	40,4	27,6
Fondos globales	-7.693,1	4.148,1	4.356,0	525,0	1.403,6	462,0	-690,6	1.135,2
De gestión pasiva	-1.109,3	1.693,5	1.928,2	298,7	500,8	306,0	194,9	442,6
Retorno absoluto	-372,4	290,9	342,6	40,7	123,2	62,9	64,4	135,7

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

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

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

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario

				2024		2025		
	2022	2023	2024	II	III	IV	I	II
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	-8,81	8,05	7,44	1,18	2,16	1,24	-0,25	1,83
Renta fija	-5,03	4,69	4,06	0,62	1,90	0,86	0,56	0,91
Renta fija mixta	-8,65	6,50	5,90	0,74	2,53	0,88	0,27	1,39
Renta variable mixta	-11,32	9,32	8,65	1,16	2,60	1,12	-0,74	2,40
Renta variable euro	-8,09	18,89	10,20	1,02	4,58	-2,28	9,04	7,95
Renta variable internacional	-14,02	16,29	16,53	3,10	1,82	3,19	-4,01	3,90
Garantizado renta fija	-7,98	3,51	3,30	0,60	1,75	0,77	0,70	0,77
Garantizado renta variable	-5,40	4,40	4,02	0,59	1,55	0,78	1,38	1,06
Fondos globales	-10,32	7,92	8,42	1,18	2,64	1,08	-0,84	2,24
De gestión pasiva	-8,63	8,28	7,79	1,28	2,09	1,28	0,92	1,83
Retorno absoluto	-4,81	5,34	6,03	0,82	2,10	1,10	1,10	2,02
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	0,81	0,80	0,79	0,20	0,20	0,20	0,19	0,19
Renta fija	0,37	0,43	0,48	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12
Renta fija mixta	0,87	0,91	0,91	0,23	0,24	0,22	0,22	0,22
Renta variable mixta	1,14	1,14	1,18	0,28	0,30	0,29	0,28	0,29
Renta variable euro	1,22	1,26	1,29	0,32	0,33	0,31	0,34	0,35
Renta variable internacional	1,15	1,16	1,16	0,29	0,29	0,30	0,28	0,28
Garantizado renta fija	0,35	0,46	0,49	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12
Garantizado renta variable	0,40	0,42	0,41	0,10	0,10	0,10	0,11	0,11
Fondos globales	1,16	1,16	1,18	0,29	0,30	0,29	0,28	0,30
De gestión pasiva	0,34	0,44	0,49	0,13	0,12	0,13	0,13	0,12
Retorno absoluto	0,51	0,61	0,67	0,16	0,19	0,16	0,18	0,18
GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO								
Total fondos de inversión	0,07	0,07	0,07	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,06	0,05	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Renta fija mixta	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,09	0,09	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable euro	0,09	0,09	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable internacional	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta fija	0,05	0,05	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Garantizado renta variable	0,05	0,06	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Fondos globales	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
De gestión pasiva	0,04	0,04	0,04	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Retorno absoluto	0,05	0,05	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01

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

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

CUADRO 3.11

%

	2022	2023	2024	2024		2025		
				III	IV	I	II	III ²
Total fondos de inversión	-8,95	7,55	6,96	1,95	1,08	-0,42	1,63	0,95
Renta fija	-5,38	4,16	3,51	1,78	0,72	0,43	0,79	0,21
Renta fija mixta	-8,83	5,75	5,08	2,26	0,68	0,00	1,11	0,53
Renta variable mixta	-11,37	8,51	7,69	2,29	0,82	-1,01	2,15	1,25
Renta variable euro	-8,39	18,57	9,10	4,25	-2,53	9,28	7,73	2,04
Renta variable internacional	-13,14	16,56	17,16	1,51	3,14	-4,19	3,55	3,42
Garantizado renta fija	-8,43	3,02	2,69	1,53	0,63	0,54	0,62	0,02
Garantizado renta variable	-5,44	4,03	3,56	1,43	0,64	1,26	0,91	0,27
Fondos globales	-10,53	7,05	7,42	2,33	0,78	-1,08	1,96	1,16
De gestión pasiva	-9,31	8,98	7,60	1,94	1,21	0,88	1,72	0,93
Retorno absoluto	-4,95	4,77	5,34	1,87	0,90	0,89	1,81	0,39

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

² Datos disponibles: julio de 2025.

IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 3.12

	2022	2023	2024	2024		2025		
				II	III	IV ¹	I	II
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes ²	8.817	10.341	11.590	11.504	11.733	11.590	12.839	14.222
Patrimonio (millones de euros)	3.894,0	5.022,6	6.475,6	5.667,2	6.023,0	6.475,6	6.679,4	7.156,5
Suscripciones (millones de euros)	1.257,1	1.416,3	1.612,4	192,1	401,6	607,1	566,0	557,9
Reembolsos (millones de euros)	603,3	640,6	623,7	153,1	114,1	232,4	351,0	250,5
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	653,9	775,7	988,7	39,0	287,5	374,7	214,9	307,4
Rendimientos netos (millones de euros)	-300,8	362,0	475,6	114,2	70,4	81,7	-10,2	173,4
Rentabilidad (%)	-7,71	7,98	9,67	2,13	1,60	1,37	-0,05	2,64
Rendimientos de gestión ³ (%)	-7,21	9,32	9,61	2,36	1,55	1,63	0,19	2,84
Gastos comisión de gestión ³ (%)	0,85	0,82	0,83	0,18	0,20	0,24	0,19	0,18
Gastos de financiación ³ (%)	0,28	0,29	0,23	0,05	0,07	0,06	0,07	0,07
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes ²	5.347	5.283	6.166	5.288	5.522	6.166	6.214	6.212
Patrimonio (millones de euros)	741,3	794,8	846,0	843,7	836,3	846,0	835,9	832,7
Suscripciones (millones de euros)	110,1	77,3	91,2	35,9	19,4	12,9	20,4	31,5
Reembolsos (millones de euros)	225,1	25,1	70,3	3,5	24,5	21,2	19,1	15,9
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	-115,0	52,2	20,8	32,4	-5,1	-8,3	1,3	15,6
Rendimientos netos (millones de euros)	22,2	1,3	30,5	6,9	-2,3	18,0	-11,4	-18,7
Rentabilidad ³ (%)	3,04	0,37	3,49	0,73	-0,27	2,03	-1,27	-2,20
Rendimientos de gestión ⁴ (%)	4,67	1,63	5,28	1,27	0,11	2,53	-1,00	-1,92
Gastos comisión de gestión ⁴ (%)	1,32	1,33	1,38	0,38	0,33	0,35	0,31	0,31
Gastos comisión de depósito ⁴ (%)	0,06	0,06	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01

1 Datos revisados y modificados en octubre de 2025.

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

	2022	2023	2024	2024	2025			
				III	IV	I	II	III ¹
NÚMERO DE CARTERAS ²								
Fondos de inversión ³	1.484	1.496	1.492	1.482	1.492	1.472	1.469	1.474
Sociedades de inversión	1.086	447	426	432	426	418	417	417
IIC de IIC de inversión libre	8	7	8	8	8	8	8	8
IIC de inversión libre	91	123	145	136	145	144	151	163
IIC inmobiliarias ⁴	4	3	2	2	2	2	1	1
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	311.466,4	353.259,8	405.931,1	393.828,5	405.931,1	414.926,7	428.194,6	436.208,1
Sociedades de inversión	15.468,1	13.878,1	15.351,5	14.899,6	15.351,5	15.015,6	15.460,1	15.704,5
IIC de IIC de inversión libre	741,3	821,7	846,0	836,3	846,0	835,9	832,7	–
IIC de inversión libre	3.431,8	4.387,0	6.234,8	5.791,9	6.234,8	6.471,5	6.945,8	–
IIC inmobiliarias ⁴	1.279,1	1.319,2	1.049,7	1.296,7	1.049,7	1.050,9	1.057,3	1.057,3

1 Datos disponibles: julio de 2025.

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

3 A partir de 2025 no se incluyen fondos de inversión del *sandbox* (Ley 7/2020, de 13 de noviembre, para la transformación digital del sistema financiero).

4 Datos de fondos y sociedades de inversión inmobiliaria.

				2024		2025		
	2022	2023	2024	II	III	IV ²	I	II
VOLUMEN DE INVERSIÓN ³ (millones de euros)								
Total	201.058,7	251.304,7	277.310,3	275.267,3	275.005,8	277.310,3	288.845,2	299.282,6
Fondos	27.630,3	35.677,7	46.692,5	42.821,7	42.560,8	46.692,5	51.203,3	53.984,5
Sociedades	173.428,3	215.627,0	230.617,9	232.445,6	232.445,0	230.617,9	237.641,8	245.298,0
N.º DE INVERSORES								
Total	6.412.067	6.951.170	7.421.637	7.397.244	7.413.511	7.421.637	8.210.742	8.753.209
Fondos	830.870	880.152	1.128.287	994.603	994.650	1.128.287	1.321.181	1.413.093
Sociedades	5.581.197	6.071.018	6.293.350	6.402.641	6.418.861	6.293.350	6.889.561	7.340.116
N.º DE INSTITUCIONES ⁴								
Total	1.095	1.115	1.139	1.126	1.135	1.139	1.161	1.161
Fondos	426	442	453	451	452	453	466	466
Sociedades	669	673	686	675	683	686	695	695
ESTADO DE ORIGEN ⁴								
Luxemburgo	498	504	509	510	511	509	518	514
Francia	222	230	239	233	235	239	243	246
Irlanda	248	247	255	246	252	255	257	257
Alemania	53	60	61	61	61	61	64	65
Reino Unido	0	0	0	0	0	0	0	0
Países Bajos	3	3	3	3	3	3	3	3
Austria	34	33	34	34	34	34	37	37
Bélgica	3	3	3	3	3	3	3	3
Dinamarca	1	0	0	0	0	0	0	0
Finlandia	14	14	14	15	15	14	14	14
Liechtenstein	4	4	4	4	4	4	5	5
Portugal	6	7	7	7	7	7	7	7
Suecia	9	10	10	10	10	10	10	10

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

2 Datos revisados y modificados en octubre de 2025.

3 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.

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

