



**BOLETÍN DE LA CNMV**  
Junio 2026



**BOLETÍN DE LA CNMV**  
**Junio 2026**

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](http://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

<b>I</b>	<b>Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas</b>	<b>11</b>
<b>II</b>	<b>Informes y análisis</b>	<b>55</b>
	Modelos de lenguaje y mercados financieros: ¿Es necesario el factor humano?	57
	Ricardo Crisóstomo y Diana Mykhalyuk	
	Euribor, de índice interbancario a referencia crucial en el sistema financiero europeo	87
	María José Gómez Yubero	
	Resultado de la encuesta de ESMA sobre el uso de la inteligencia artificial en los mercados de valores	115
	Carmen López García y Jesús González Redondo	
<b>III</b>	<b>Anexo legislativo</b>	<b>145</b>
<b>IV</b>	<b>Anexo estadístico</b>	<b>155</b>



## Siglas y acrónimos

AA. PP.	Administraciones públicas
ABS	Bono de titulización de activos
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
AMCESFI	Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera
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
BMR	Reglamento sobre índices de referencia
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
CER	Comité de Riesgos Emergentes (IOSCO)
CFA	Contrato financiero atípico
CFD	Contrato financiero por diferencias
CIP	Comunicaciones de información privilegiada
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CSDDD	Directiva sobre diligencia debida de las empresas en materia de sostenibilidad
CSDR	Reglamento de los depositarios centrales de valores
CSRD	Directiva sobre información corporativa en materia de sostenibilidad
DCV	Depositario central de valores
DFI	Documento de datos fundamentales para el inversor
DLT	Tecnología de libros de cuentas distribuidos
DORA	Ley de Resiliencia Operativa Digital
DOUE	<i>Diario Oficial de la Unión Europea</i>
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
EINF	Estado de información no financiera
EIOPA	Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación
EIP	Entidad de interés público

EMIR	Reglamento Europeo de Infraestructuras de Mercado
EMT	Fichas de dinero electrónico
ESEF	Formato Electrónico único Europeo
ESFS	Sistema Europeo de Supervisores Financieros
ESI	Empresa de servicios de inversión
ESMA	Autoridad Europea de Valores y Mercados
ESRB	Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS)
ETF	Fondo de inversión cotizado
FCR	Fondo de capital riesgo
FESE	Fondo de emprendimiento social europeo
FI	Fondo de inversión
FIA	Fondo de inversión alternativo
FICC	Fondo de inversión colectiva de tipo cerrado
FII	Fondo de inversión inmobiliaria
FIL	Fondo de inversión libre
FIN-NET	Red para la Resolución de Litigios Financieros
FINTECH	Tecnología financiera
FIRDS	Sistema de base de datos de referencia de instrumentos financieros
FMI	Fondo Monetario Internacional
FOGAIN	Fondo General de Garantía de Inversiones
FRA	Acuerdo sobre tipo de interés futuro
FROB	Autoridad de Resolución Ejecutiva
FSB	Consejo de Estabilidad Financiera
FSEG	Grupo de Participación en Estabilidad Financiera
FTA	Fondo de titulización de activos
FTH	Fondo de titulización hipotecaria
FTM	Folleto de tarifas máximas
HFT	Negociación de alta frecuencia
HQLA	Activos líquidos 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
IFNB	Intermediación financiera no bancaria
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado
IIC	Institución de inversión colectiva
IIMV	Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores
IPP	Información pública periódica
IRS	Swap de tipos de interés
ISIN	Código internacional de valores
JERS	Junta Europea de Riesgo Sistémico
JUR	Junta Única de Resolución
KPI	Indicadores de actividad y rendimiento
LATIBEX	Mercado de Valores Latinoamericanos
LEI	Identificador de entidad jurídica
LIIC	Ley de Instituciones de Inversión Colectiva
LMVSI	Ley del Mercado de Valores y de los Servicios de Inversión
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
MIBEL	Mercado Ibérico de la Electricidad
MiFID	Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros
MiFIR	Reglamento de Mercados de Instrumentos Financieros
MISP	<i>Market Integration and Supervision Package</i>
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
NTE	Normas técnicas de ejecución
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
ODS	Objetivos de Desarrollo Sostenible
OIS	Permutas de tipos de interés a un día
OPA	Oferta pública de adquisición
OPS	Oferta pública de suscripción de valores
OPV	Oferta pública de venta de valores
OTC	<i>Over the Counter / Extrabursátil</i>
PAFF	Plan de Acción contra el Fraude Financiero
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
PRES	Procedimiento de revisión y evaluación supervisora
PRIIP	Producto de inversión minorista empaquetado
PSC	Prestador de servicios de criptoactivos
PSD2	Segunda Directiva de servicios de pago
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
RESTECH	Tecnologías aplicadas a la resolución
RFQ	Sistema de negociación por petición
ROA	Rentabilidad sobre activos
ROE	Rentabilidad sobre fondos propios
RTS	Normas técnicas de regulación
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
SCSI	Comité Permanente de Implementación de Estándares del FSB
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
SFDR	Reglamento de divulgación de información sobre sostenibilidad
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
SUPTECH	Tecnologías aplicadas a la supervisión
SV	Sociedad de valores
TAE	Tasa anual equivalente
TER	Gastos operativos de un fondo
TIR	Tasa interna de retorno
TRD	Tecnología de registros distribuidos
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 del precio de mercado
VTD	Valor teórico del derecho
XBRL	Lenguaje extensible de informes de negocios

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



# Índice

1	Resumen ejecutivo	17
2	La evolución de los mercados de valores	19
2.1	Los mercados bursátiles	20
2.2	Los mercados de renta fija	28
2.3	Criptoactivos	35
2.4	Materias primas	37
3	Los agentes de los mercados	39
3.1	Vehículos de inversión	39
3.2	Prestación de servicios de inversión	47
3.3	Sociedades gestoras de IIC	52
3.4	Otros intermediarios: capital riesgo y plataformas de financiación participativa (PFP)	53

## Índice de recuadros

Recuadro 1	Fondos de deuda privada ( <i>private debt funds</i> )	44
------------	---	----

## Índice de gráficos

Gráfico 1	Indicador de estrés de los mercados financieros españoles	19
Gráfico 2	Ratio precio-beneficios (PER)	24
Gráfico 3	Volatilidad histórica del Ibex 35	24
Gráfico 4	Indicadores del mercado de bonos soberanos a 10 años	29
Gráfico 5	Tipos de interés de la deuda pública española	30
Gráfico 6	Indicador de correlación entre clases de activos	31
Gráfico 7	Primas de riesgo de crédito de la deuda pública (CDS a 5 años)	32
Gráfico 8	Primas de riesgo de la deuda privada	33
Gráfico 9	Prima de riesgo de emisores españoles	33
Gráfico 10	Capitalización y contratación	36
Gráfico 11	Evolución del precio de las principales materias primas	38
Gráfico 12	Patrimonio y suscripciones netas de los fondos de inversión	39
Gráfico 13	Patrimonio y partícipes de las IIC sostenibles	41
Gráfico 14	HQLA de las distintas tipologías de fondos de inversión	41
Gráfico 15	Características de la cartera de renta fija de los fondos de inversión	43
Gráfico 16	Patrimonio y partícipes de las IIC extranjeras comercializadas en España	46
Gráfico 17	Resultados agregados antes de impuestos	49
Gráfico 18	Participación de las entidades financieras relacionadas con la banca comercial en los ingresos totales derivados de la prestación de servicios de inversión	51

## Índice de cuadros

Cuadro 1	Rentabilidad de los principales índices bursátiles	21
Cuadro 2	Rentabilidad de los índices y sectores del mercado bursátil español	23
Cuadro 3	Contratación de renta variable española admitida en bolsas españolas	26
Cuadro 4	Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta	27
Cuadro 5	Tipos de interés a corto plazo	30
Cuadro 6	Rentabilidad de la renta fija a medio y largo plazo	31
Cuadro 7	Emisiones brutas de renta fija de emisores españoles del sector privado	35
Cuadro 8	Comisiones percibidas por servicios de inversión. 2024	47
Cuadro 9	Principales magnitudes de las empresas de asesoramiento financiero	50
Cuadro 10	Sociedades gestoras de IIC: patrimonio gestionado, ingresos por gestión de IIC y corretaje medio	52
Cuadro 11	Altas y bajas en el registro de ECR	54



# 1 Resumen ejecutivo

La evolución de los mercados financieros en 2026<sup>1</sup> presenta dos etapas diferenciadas, con el inicio de la guerra en Irán como punto de inflexión a finales de febrero. Los mercados de acciones, que habían comenzado el año prolongando la expansión del ejercicio anterior, cambiaron su rumbo en marzo, observándose caídas bursátiles acusadas y un repunte notable de la volatilidad. Todo ello acompañado de temores sobre un crecimiento económico menor y mayores presiones inflacionistas. Aunque las bolsas llegaron a registrar descensos cercanos al 7 % en algunos índices, los mercados se recuperaron progresivamente ante las expectativas —cambiantes— de un posible acuerdo, si bien de forma desigual. Las subidas se concentraron sobre todo en EE. UU. y Japón, y en sectores como el tecnológico, el de la energía y el de la defensa, mientras que los mercados y sectores más dependientes de la energía, como la industria europea —especialmente en Alemania—, mostraron un comportamiento más débil. En conjunto, persiste un entorno de elevada incertidumbre, con una volatilidad superior a la de los últimos años.

En los mercados de renta fija, el conflicto geopolítico también alteró la tendencia inicial del año. Tras un inicio con descensos de las rentabilidades, a partir de marzo se produjo un repunte generalizado de los tipos de interés, más acusado en Europa, vinculado a la mayor incertidumbre y a ciertas expectativas de una política monetaria más restrictiva. A pesar de este contexto, las primas de riesgo soberano y corporativo solo se incrementaron de forma moderada y sin señales de tensión grave, lo que indica que los mercados han reaccionado con cautela, pero sin episodios de disrupción financiera. En conjunto, la guerra ha reavivado la volatilidad de los mercados y la correlación entre activos, pero no ha comprometido el funcionamiento ordenado de las infraestructuras.

En España, el impacto de la guerra ha sido más limitado que en otros mercados europeos. La bolsa española mostró un comportamiento relativamente resistente gracias a la composición del Ibex 35, con mayor peso de compañías energéticas, de *utilities* y financieras, que se han visto favorecidas o menos perjudicadas por el encarecimiento del petróleo y el aumento de la incertidumbre. Aunque el índice cayó en el primer trimestre y la volatilidad repuntó tras el inicio del conflicto, el mercado recuperó posiciones en las semanas siguientes y acumula ganancias del 5,1 % en el año. En el ámbito de la renta fija, los tipos de interés de la deuda pública española aumentaron levemente, sobre todo en los plazos cortos, mientras que la prima de riesgo soberano y las de crédito privado solo registraron repuntes moderados y transitorios, sin señales de tensión significativa.

---

1 La fecha de cierre de este informe es el 15 de abril.

**La inversión en fondos de inversión y en otros productos financieros de inversión colectiva siguió creciendo con cierta intensidad a comienzos de 2026.** Con datos hasta febrero —en los cuales no es posible observar los efectos de la guerra en esta industria, si bien algunas informaciones parciales no apuntan a un cambio brusco de tendencia— el patrimonio de los fondos de inversión aumentó un 3,3 %, hasta alcanzar unos 474.000 millones de euros. El incremento se repartió casi a partes iguales entre la revalorización de las inversiones (más de 8.000 millones) y la entrada de nuevo ahorro (casi 7.000 millones). Como en años previos, la mayor parte del dinero se dirigió a fondos de renta fija, aunque otras opciones más arriesgadas también fueron objeto de inversión. En general, las carteras mantienen buenos niveles de calidad crediticia y de liquidez, con más del 50 % de los activos considerados como muy líquidos. También se observa un avance del patrimonio de las instituciones de inversión colectiva (IIC) comercializadas en nuestro país, que ya representan más del 40 % del total. En materia de inversión colectiva, este informe dedica un recuadro a los fondos de deuda privada, con el fin de describir su actividad y su relevancia dentro de las entidades españolas.

**En materia de prestación de servicios cabe destacar que, si bien se trata de un ámbito que continúa estando dominado por las entidades de crédito (en 2025 recibieron el 87,8 % de las comisiones totales), se observa también que las sociedades y agencias de valores y las empresas de asesoramiento financiero continúan especializándose y ganando peso en determinados servicios como la gestión de carteras y el asesoramiento financiero.** Las empresas de asesoramiento financiero, por ejemplo, alcanzaron un patrimonio asesorado de más de 21.000 millones de euros, un 22,8 % más que el año anterior, y duplicaron prácticamente sus beneficios. Aunque algunas entidades vieron reducir sus resultados por los mayores costes, el sector muestra estabilidad y solvencia en su conjunto.

En este ámbito cabe destacar como una de las novedades más importantes la aplicación desde hace algo más de un año de la regulación europea sobre criptoactivos, MiCA, que establece un marco armonizado para los criptoactivos y puede tener implicaciones en la estrategia y en los modelos de negocio de algunas entidades. El año pasado se resolvieron en España de forma satisfactoria cuatro expedientes de notificación presentados por entidades financieras y otros tres de autorización de prestadores de servicios de criptoactivos. A ellos se han sumado, en el primer trimestre del ejercicio, tres expedientes de notificación más presentados por entidades de crédito y otros tres de autorización a proveedores de servicios de criptoactivos (PSC).

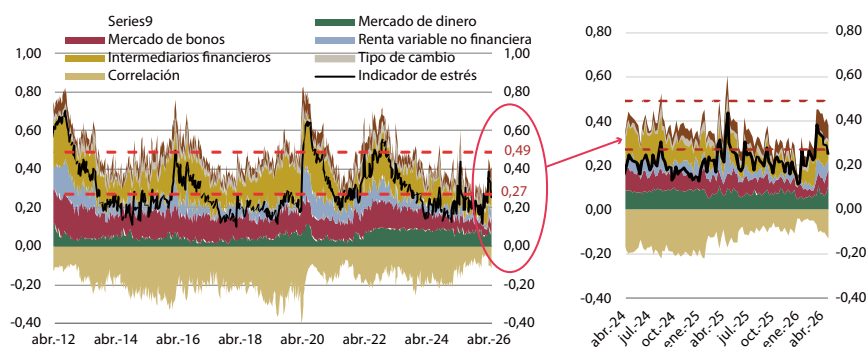
## 2 La evolución de los mercados de valores

El indicador de estrés de los mercados financieros españoles<sup>2</sup>, que se mantuvo en un nivel de estrés bajo los dos primeros meses del año, experimentó un aumento notable tras el inicio de la guerra de EE. UU. e Israel contra Irán, alcanzando un nivel máximo de 0,39 (estrés medio) la primera semana de marzo. El incremento de los indicadores de volatilidad, especialmente en las cotizaciones bursátiles y el precio del petróleo, explicaron buena parte de esta evolución. Desde ese momento, el indicador fue descendiendo de forma lenta y progresiva hasta situarse alrededor del umbral que separa el nivel de estrés medio del bajo. En la fecha de cierre de este informe<sup>3</sup>, el indicador se situaba en 0,25 (véase gráfico 1).

El segmento de los derivados fue el que sufrió un mayor aumento del estrés, manteniéndose muy elevado (por encima de 0,80) durante marzo y abril debido a la volatilidad del precio del petróleo. Por su parte, el nivel de estrés en los mercados de tipos de cambio y de renta variable (financiera y no financiera), aunque aumentó de forma notable, sobre todo en las primeras semanas del conflicto, siempre se mantuvo por debajo de 0,50. En el mercado monetario, en cambio, se observaron valores (no de forma sostenida) superiores a 0,70 debido a las oscilaciones de los tipos de interés a corto plazo. El nivel de correlación entre los distintos segmentos continuó siendo elevado, si bien se ha observado un ligero descenso desde el inicio del conflicto.

Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

GRÁFICO 1



Fuente: CNMV.

- 2 El indicador de estrés calculado por la CNMV proporciona una medida en tiempo real del riesgo sistémico en el sistema financiero español que oscila entre cero y uno. Las estimaciones econométricas indican que valores del indicador por debajo de 0,27 corresponden a periodos de estrés reducido, mientras que valores entre 0,27 y 0,49 corresponden a periodos de estrés intermedio y por encima de 0,49, a periodos de estrés elevado. Para más información sobre la metodología de este indicador, véase Cambón, M.I. y Estévez, L. (2016). «A Spanish Financial Market Stress Index (FMSI)». *Spanish Review of Financial Economics*, Vol. 14, n.º 1, pp. 23-41, o como Documento de Trabajo de la CNMV n.º 60 ([http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia\\_60\\_en.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia_60_en.pdf)).
- 3 Este indicador tiene frecuencia semanal. El último dato que se presenta en este informe corresponde al 17 de abril.

## 2.1 Los mercados bursátiles

Los mercados internacionales de acciones, cuyos índices habían cerrado 2025 en muchos casos en máximos históricos, iniciaron el año con nuevos avances. Sin embargo, estos se quebraron a finales de febrero tras el inicio del conflicto bélico en Irán, que tuvo como resultado inmediato el bloqueo del estrecho de Ormuz<sup>4</sup> y el fuerte encarecimiento del petróleo. El inicio de la guerra provocó caídas de precios en los mercados, un aumento significativo de la volatilidad y expectativas negativas sobre la actividad económica y la inflación. Los frecuentes anuncios y noticias en sentidos diferentes han prolongado un contexto de volatilidad alta en los mercados, pero, en términos generales, las cotizaciones se han ido recuperando y no se han observado problemas en las infraestructuras de negociación. En la actualidad se mantiene la incertidumbre sobre la resolución del conflicto y los inversores tienen la vista puesta en sus efectos, tanto en términos macroeconómicos como sobre los distintos sectores y valores.

### Cotizaciones

Los grandes índices internacionales de renta variable comenzaron el ejercicio con nuevos avances, que finalizaron a finales de febrero con el inicio de la guerra en Oriente Medio y la incertidumbre provocada por sus efectos económicos. Los avances de las primeras semanas del año fueron más intensos en las plazas de Europa y Asia. El inicio de la guerra en Irán y en otros países de la zona trajo consigo un repunte importante del precio del petróleo<sup>5</sup> y de otras materias primas, y caídas en las cotizaciones bursátiles, que en la primera semana del conflicto llegaron a ser del 7 % en algunos casos.

Posteriormente, los sucesivos anuncios —aunque erráticos— acerca de un posible acuerdo que pusiera fin al conflicto permitieron que los mercados recuperasen la mayoría de las pérdidas acumuladas y que acumularan ganancias en el ejercicio. Aun así, la recuperación ha sido desigual entre mercados y sectores, pues se han concentrado en mayor medida en los mercados de EE. UU. y Japón, así como en el sector tecnológico. Por el contrario, aquellos sectores (como el industrial) y mercados más dependientes de los precios de la energía (como el alemán) han sufrido en mayor medida el impacto del conflicto.

Como se observa en el cuadro 1, casi todos los índices bursátiles cerraron el primer trimestre con pérdidas, pero muestran avances en el conjunto del año (hasta el 15 de abril) debido a la fuerte revalorización experimentada en los primeros días del segundo trimestre. En el caso de los mercados estadounidenses, las ganancias en 2026 oscilan entre el 0,8 % del Dow Jones y el 3,3 % del Nasdaq. Este último índice y el S&P 500 registran nuevos máximos históricos. Los índices de carácter

---

4 En torno a un 20 % del petróleo consumido a nivel mundial atraviesa a diario el estrecho de Ormuz.

5 Los precios del petróleo Brent, que se situaban en torno a 70 dólares por barril antes del estallido del conflicto, aumentaron hasta situarse por encima de 100 dólares, llegando incluso a superar los 110 dólares. Al cierre de este boletín se situaban en torno a 95 dólares.

más tecnológico, como el Nasdaq y el S&P<sup>6</sup>, presentaron una recuperación más intensa, aunque entre las denominadas *siete magnificas*<sup>7</sup> el comportamiento fue más heterogéneo. A su vez, el comportamiento del índice Dow Jones, de carácter general y con mayor peso de los valores financieros y de la industria, fue más débil por la posible exposición del sector financiero al crédito privado y de los valores industriales a los precios de la energía.

## Rentabilidad de los principales índices bursátiles<sup>1</sup>

CUADRO 1

%								
	2023	2024	2025	II 25	III 25	IV 25	I 26	En el año
<b>Mundo</b>								
MSCI World	21,8	17,0	19,5	11,0	7,0	2,9	-3,9	3,6
<b>Zona euro</b>								
Eurostoxx 50	19,2	8,3	18,3	1,0	4,3	4,7	-3,8	2,6
Euronext 100	13,3	4,2	18,4	1,1	5,7	3,7	0,8	6,5
Dax 30	20,3	18,8	23,0	7,9	-0,1	2,6	-7,4	-1,7
Cac 40	16,5	-2,2	10,4	-1,6	3,0	3,2	-4,1	1,5
FTSE Mib	28,0	12,6	31,5	4,6	7,4	5,2	-1,4	7,1
Ibex 35	22,8	14,8	49,3	6,5	10,6	11,8	-1,5	5,1
<b>Reino Unido</b>								
FTSE 100	3,8	5,7	21,5	2,1	6,7	6,2	2,5	6,3
<b>EE. UU.</b>								
Dow Jones	13,7	12,9	13,0	5,0	5,2	3,6	-3,6	0,8
S&P 500	24,2	23,3	16,4	10,6	7,8	2,3	-4,6	2,6
Nasdaq-Composite	43,4	28,6	20,4	17,7	11,2	2,6	-7,2	3,3
<b>Japón</b>								
Nikkei 225	28,2	19,2	26,2	13,7	11,0	12,0	1,4	15,5
Topix	25,1	17,7	22,4	7,3	10,0	8,6	2,6	10,6

Fuente: Refinitiv Datastream.

<sup>1</sup> En moneda local. Datos hasta el 15 de abril.

Las bolsas europeas mostraron, en términos generales, una evolución más favorable que la descrita para EE. UU., pues las pérdidas del primer trimestre fueron de menor cuantía y las revalorizaciones acumuladas en el año más intensas. No obstante, esto no significa que la guerra no tuviera un efecto importante en los mercados, sobre todo en aquellas economías y empresas con mayor vocación industrial y exportadora, particularmente en Alemania y Francia. En la fecha de

<sup>6</sup> El índice S&P es el más representativo de la economía estadounidense e incluye todos los sectores, desde el tecnológico hasta el financiero, la salud y la industria. De las 10 primeras compañías por ponderación en el índice, 8 son de carácter tecnológico y representan en torno a un 34 % del total.

<sup>7</sup> Las denominadas *siete magnificas* —Amazon, Apple, Alphabet (Google), Meta (Facebook), Microsoft, Nvidia y Tesla— presentaron un comportamiento mixto con avances del 7,7 %, el 7,7 %, el 1,7 % y el 6,6 % para Amazon, Alphabet, Meta y Nvidia, así como retrocesos del 2 %, el 15 % y el 12,8 % para Apple, Microsoft y Tesla, respectivamente.

cierre de este informe, únicamente el índice alemán presentaba retrocesos en el año (-1,7 %), mientras que el resto de los índices avanzaban en un rango que se situaba entre el 1,5 % del francés Cac 40 y el 7,1 % del italiano FTSE Mib.

Entre los sectores y las compañías de carácter europeo que se han visto más afectados por la guerra sobresalen el sector industrial —en especial, la industria automovilística en Alemania—, el sector del consumo —sobre todo, el relacionado con bienes y servicios de lujo—, que afecta en mayor medida a compañías francesas, y el de los servicios tecnológicos. En el lado contrario, destacan las alzas de las compañías del sector energético, las petroleras y las del sector de la defensa, así como el mantenimiento de las cotizaciones de los bancos y las aseguradoras.

**En relación con el comportamiento del resto de los índices bursátiles de referencia, es especialmente destacable el avance de los índices japoneses Nikkei 225 y Topix, que se han revalorizado en el año un 15,5 % y un 10,6 %, respectivamente.** La evolución de otros índices del sudeste asiático fue más dispar, como también lo fue la de los índices de las economías emergentes latinoamericanas más importantes. En estas últimas destacaron los avances del 22,7 % y el 7,7 % del Bovespa y el IPC de Brasil y México, respectivamente, así como las caídas del 4,4 % del índice Merval de Argentina.

**Las bolsas españolas, que han seguido una trayectoria similar a las europeas, se han visto menos afectadas por el conflicto en Oriente Medio.** Las razones de este comportamiento relativo más favorable se encuentran en la composición del índice español, que presenta un peso mayor de las compañías de mejor evolución (energéticas y de *utilities*) y menor de las compañías más afectadas (industriales).

**Así, el Ibex 35 acumulaba unas ganancias del 5,1 % hasta mediados de abril (tras retroceder un 1,5 % en el primer trimestre), situándose en la parte alta del rango de revalorizaciones en Europa.** Las compañías de pequeña y mediana capitalización presentaron una evolución desigual, con un comportamiento cercano al del Ibex 35 entre las primeras y una revalorización más intensa de las segundas. Por su parte, los índices representativos de valores latinoamericanos que cotizan en euros, FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top, mostraron incrementos significativos (33,9 % y 32,7 %, respectivamente) debido tanto a los avances de sus mercados de valores de origen como a la apreciación de sus principales divisas<sup>8</sup>.

**Los sectores y compañías del mercado español más relevantes presentaron un comportamiento dispar en función de los efectos de la guerra y del impacto del encarecimiento de la energía en sus modelos de negocio.** Los sectores del petróleo, la energía, el financiero, los servicios y el inmobiliario, así como el de los materiales, la industria y la construcción presentaron una evolución positiva, aunque desigual, mientras que tanto el sector de la tecnología como el de los bienes de consumo acumularon pérdidas (véase cuadro 2). En el lado de las ganancias, destacó la revalorización del sector energético —con Repsol a la cabeza—, así como de las

---

<sup>8</sup> En el periodo comprendido entre el 1 de enero y el 15 de abril de 2026, el real brasileño se apreció un 9,2 %, mientras que el peso mexicano lo hizo un 3,9 %.

compañías del sector inmobiliario, el de la construcción y el de los servicios, favorecidos por la evolución del negocio turístico español. Por el contrario, las caídas se concentraron en el sector tecnológico, que acusó el posible impacto de la inteligencia artificial (IA) en su modelo negocio<sup>9</sup>, así como, en menor medida, en el sector de los bienes de consumo.

### Rentabilidad de los índices y sectores del mercado bursátil español<sup>1</sup>

CUADRO 2

Índices	2023	2024	2025	II 25 <sup>2</sup>	III 25 <sup>2</sup>	IV 25 <sup>2</sup>	I 26 <sup>2</sup>	En el año
Ibex 35	22,8	14,8	49,3	6,5	10,6	11,8	-1,5	5,1
Madrid	21,6	14,1	50,1	6,8	10,8	11,1	-1,3	5,1
Ibex Medium Cap	5,9	11,7	16,1	7,7	2,8	1,8	2,9	9,5
Ibex Small Cap	10,6	2,6	29,0	9,3	1,0	4,1	-2,4	4,2
FTSE Latibex All-Share	10,4	-25,6	16,1	-3,2	8,1	6,9	27,2	33,9
FTSE Latibex Top	12,5	-27,0	25,9	0,7	10,2	6,4	20,0	32,7
<b>Sectores<sup>3</sup></b>								
Servicios financieros	29,3	22,4	111,3	8,6	24,3	15,6	-6,7	2,7
Petróleo y energía	3,4	4,6	34,9	7,6	0,9	11,5	13,1	11,4
Mat. básicos, industria y construcción	25,5	10,6	43,0	10,8	9,7	11,9	5,4	16,5
Tecnología y telecomunicaciones	17,8	2,9	-3,8	3,0	-5,2	-8,8	-7,3	-2,2
Bienes de consumo	44,3	15,6	11,1	-1,2	5,0	14,4	-9,8	-4,1
Servicios de consumo	30,4	41,8	21,8	12,5	4,9	3,9	-3,0	4,1
Servicios inmobiliarios	12,8	1,7	17,0	10,9	8,6	-0,8	6,1	15,1

Fuente: BME y Refinitiv Datastream.

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

2 Variación sobre el trimestre anterior.

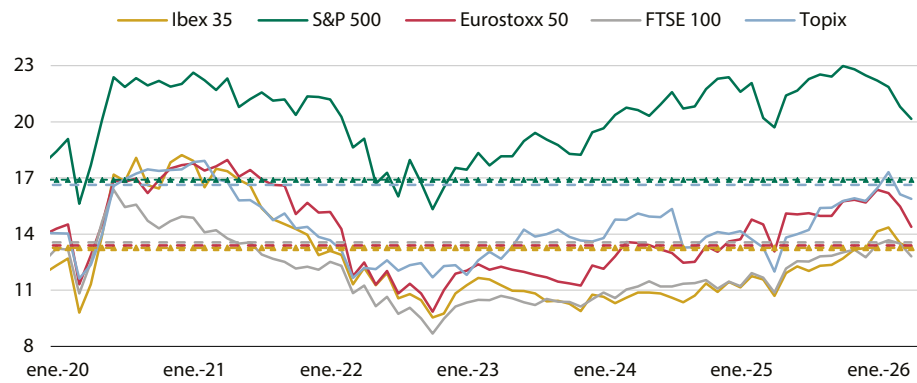
3 Sectores pertenecientes al IGBM.

La ratio entre el precio y los beneficios esperados por acción (PER) de los principales índices de renta variable presentó disminuciones o pocos cambios respecto a diciembre de 2025. El Ibex 35 pertenecía al grupo de índices que mostró pocas variaciones en este indicador (se mantuvo en 13,3), al igual que sucedió con el británico FTSE y el japonés Topix. En estos índices el avance de las cotizaciones vino acompañado de un crecimiento similar de los beneficios empresariales esperados para los próximos meses. Así, la ratio española se sitúa en un valor similar a la media histórica de este indicador, mientras que en el caso del FTSE y del Topix se encuentra ligeramente por debajo (véase gráfico 2).

9 Esta tendencia se ha extendido entre la mayoría de las compañías de servicios y *software* del sector tecnológico, que han presentado abultadas caídas en los últimos meses por las perspectivas de que su negocio e ingresos puedan verse fuertemente reducidos en el futuro al ser parcialmente sustituidas por el uso de la IA.

## Ratio precio-beneficios<sup>1</sup> (PER)

GRÁFICO 2



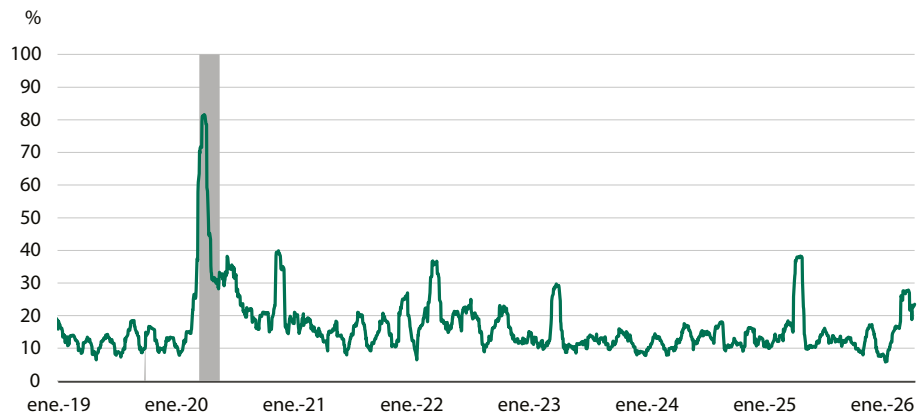
Fuente: Refinitiv Datastream. Datos hasta el 15 de abril. Las líneas discontinuas representan la media histórica del indicador desde 2000.

1 Con beneficios previstos a 12 meses.

La volatilidad histórica del Ibex 35, que se había situado en niveles reducidos durante la última parte de 2025, repuntó en marzo tras el estallido del conflicto bélico hasta valores próximos al 30 %. A mediados de abril este indicador se había reducido ligeramente (25 %), pero continuaba por encima de los registros de los últimos años (véase gráfico 3). El comportamiento de la volatilidad fue similar al observado en otros índices internacionales como el europeo Eurostoxx 50 y el japonés Topix, con aumentos algo superiores a los de los índices de EE.UU.

## Volatilidad histórica del Ibex 35

GRÁFICO 3



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

## Actividad: contratación, emisiones y liquidez

Las condiciones de liquidez del Ibex 35 —estimadas a través del diferencial de compraventa (*bid-ask spread*)— se mantienen en niveles satisfactorios. No obstante, se han producido aumentos transitorios de esta horquilla en momentos puntuales que coinciden con los repuntes de volatilidad del mercado, un fenómeno que es habitual en periodos de turbulencias.

La contratación de renta variable española creció hasta alcanzar 332.024 millones de euros en el primer trimestre y más de 387.000 millones hasta el 15 de abril, un 47,7 % y un 34,8 % interanual más, respectivamente, y el volumen más elevado de la última década. Los entornos de mayor volatilidad suelen dar lugar a incrementos en los niveles de negociación en el mercado. En el mercado continuo la contratación media diaria presentó aumentos similares: en el primer trimestre de este año se situó en 1.879 millones de euros, un 38 % más que en el mismo periodo de 2025, nivel que se elevaba aún más durante los primeros 15 días de abril (2.419 millones de euros).

La contratación de acciones en BME alcanzó 143.651 millones de euros hasta el 15 de abril, casi un 38 % interanual más, mientras que la del resto de los centros de contratación creció hasta casi 244.000 millones de euros, un 33 % más. En consecuencia, el operador del mercado regulado español incrementó ligeramente la cuota de mercado frente a sus competidores (véase cuadro 3). Dentro del grupo de centros competidores, Cboe Equities continuó liderando la contratación de valores españoles, con un aumento de negociación similar al de BME (37,5 %). En cambio, otros centros como Equiduct y Aquis, muy dinámicos en periodos anteriores, han ralentizado su ritmo de crecimiento.

La actividad observada en los mercados primarios de acciones en España ha sido débil en los primeros compases del año. El importe de las emisiones retrocedió hasta 966,5 millones de euros en el primer trimestre (1.030 millones hasta el 15 de abril), menos de la mitad que hace un año<sup>10</sup>. Esta tendencia prolonga la ralentización observada en la última parte de 2025 y se explica, al menos en parte, por el incremento de las incertidumbres geopolíticas a nivel internacional y por el descenso de las ampliaciones de capital bajo el formato dividendo-elección. En este último caso, parece que la mayor parte de las compañías está optando por remunerar en efectivo a sus accionistas. Entre las operaciones realizadas destacó únicamente una colocación acelerada de Merlin Properties por un importe superior a 767,6 millones de euros.

---

10 Esta evolución contrasta con el avance observado en las emisiones de renta variable realizadas en los mercados internacionales, que crecieron un 27,4 % en el primer trimestre del año.

**Contratación de renta variable española admitida en bolsas españolas<sup>1</sup>**

CUADRO 3

	2023	2024	2025	III 25	IV 25	I 26	En el año <sup>6</sup>
<b>Total</b>	<b>630.337,0</b>	<b>717.533,3</b>	<b>1.007.842,3</b>	<b>230.276,1</b>	<b>282.821,2</b>	<b>332.024,0</b>	<b>387.617,5</b>
<b>Admitida en SIBE</b>	<b>630.334,7</b>	<b>717.526,8</b>	<b>1.007.840,5</b>	<b>230.274,6</b>	<b>282.819,9</b>	<b>332.023,1</b>	<b>387.616,7</b>
BME	290.101,3	300.998,9	363.039,4	80.151,5	100.009,5	124.915,4	143.651,6
Cboe Equities <sup>2</sup>	247.337,2	323.396,1	518.460,6	119.668,3	150.520,4	166.820,5	197.570,0
Turquoise	15.886,0	20.689,9	27.885,2	6.786,3	6.680,8	8.300,4	9.374,8
Equiduct <sup>3</sup>	18.135,8	27.172,9	39.028,0	8.799,8	10.353,1	12.547,9	14.373,1
Aquis <sup>3</sup>	22.390,5	32.646,4	42.050,9	9.978,9	10.846,5	13.186,4	15.511,3
Portfolio Exchange	0,4	6,1	1,7	0,0	0,1	0,1	0,1
Otros	36.483,5	12.616,5	17.371,3	4.889,8	4.409,6	6.252,5	7.135,9
<b>Corros</b>	<b>2,3</b>	<b>6,5</b>	<b>5,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>
<b>Pro memoria</b>							
Contratación en BME de RV extranjera	6.394,7	13.245,4	17.772,6	2.710,3	6.662,9	4.694,5	5.312,2
BME MTF Equity <sup>4</sup>	2.871,5	3.602,8	3.529,9	997,0	1.067,1	1.015,8	1.149,5
Latibex	65,7	154,5	184,0	27,4	42,8	57,2	75,7
ETF	1.297,3	991,5	1.092,0	216,1	267,4	444,8	537,9
Total contratación BME	300.732,8	318.999,7	385.622,9	84.102,6	108.049,7	131.128	150.726,9
% RV española en BME respecto al total RV española	46,4	42,3	36,4	35,2	35,7	37,9	37,4
<b>Internalizadores sistemáticos<sup>5</sup></b>	<b>43.460,2</b>	<b>53.082,4</b>	<b>81.262,7</b>	<b>22.421,1</b>	<b>22.087,0</b>	<b>31.269,1</b>	<b>35.203,0</b>

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

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

Aunque varias sociedades han mostrado interés por incorporarse al mercado a lo largo del ejercicio, el contexto de incertidumbre y de volatilidad en los mercados derivado de la guerra ha retrasado varios planes de este tipo. Por el momento, en lo que va de año, únicamente una sociedad, Artech, se ha incorporado al mercado continuo procedente de BME Growth. Asimismo, al propio BME Growth se incorporó una sociedad, Treelogic, mientras que al mercado de empresas en desarrollo BME Scaleup y al mercado Portfolio Stock Exchange lo hicieron tres y dos sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMI), respectivamente.

## Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta

CUADRO 4

	2024	2025	II 25	III 25	IV 25	I 26	En el año
<b>NÚMERO DE EMISORES<sup>1</sup></b>							
<b>Total</b>	<b>29</b>	<b>27</b>	<b>12</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>10</b>	<b>12</b>
Ampliaciones de capital	29	27	12	11	13	10	12
Ofertas públicas de suscripción de valores	2	2	0	1	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	2	0	1	0	0	0
<b>NÚMERO DE EMISIONES<sup>1</sup></b>							
<b>Total</b>	<b>67</b>	<b>63</b>	<b>16</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>20</b>
Ampliaciones de capital	66	61	16	16	17	18	20
Ofertas públicas de suscripción de valores	3	4	0	1	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones <sup>2</sup> (OPV)	1	2	0	1	0	0	0
<b>IMPORTE EFECTIVO<sup>1</sup> (millones de euros)</b>							
<b>Ampliaciones de capital con captación de recursos</b>	<b>4.409,2</b>	<b>7.940,1</b>	<b>420,6</b>	<b>6.253,1</b>	<b>284,1</b>	<b>899,7</b>	<b>962,9</b>
Con derecho de suscripción preferente	94,8	235,2	50,0	77,2	0,0	0,0	62,7
Sin derecho de suscripción preferente	1.559,5	1.239,1	0,0	400,0	0,0	0,0	0,0
Colocaciones aceleradas	998,1	5.468,5	258,7	5.016,6	140,0	818,9	818,9
Ampliación con contrapartida no monetaria <sup>3</sup>	263,4	782,1	11,8	743,3	26,9	0,0	0,0
Ampliaciones de capital por conversión	384,0	151,6	77,7	3,9	70,1	7,7	7,7
Otras	1.109,3	63,7	4,5	12,2	47,1	73,1	73,6
<b>Ampliaciones de capital liberadas<sup>4</sup></b>	<b>3.524,0</b>	<b>3.653,3</b>	<b>254,7</b>	<b>2.210,5</b>	<b>49,7</b>	<b>66,8</b>	<b>66,8</b>
De las cuales dividendo elección	3.522,2	3.653,6	254,7	2.210,5	48,0	57,8	0,0
<b>Total ampliaciones de capital</b>	<b>7.933,2</b>	<b>11.595,4</b>	<b>657,3</b>	<b>8.463,6</b>	<b>333,8</b>	<b>966,5</b>	<b>1.029,6</b>
<b>Ofertas públicas de venta</b>	<b>1.388,1</b>	<b>76,3</b>	<b>0,0</b>	<b>53,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Pro memoria: operaciones en BME Growth<sup>5</sup></b>							
Número de emisores	36	29	12	13	12	16	16
Número de emisiones	116	97	22	26	26	24	24
Importe efectivo (millones de euros)	884,6	570,9	196,1	73,4	160,6	172,8	172,8
Ampliaciones de capital	884,6	570,9	196,1	73,4	160,6	172,8	172,8
De ellas, mediante OPS	469,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2
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.

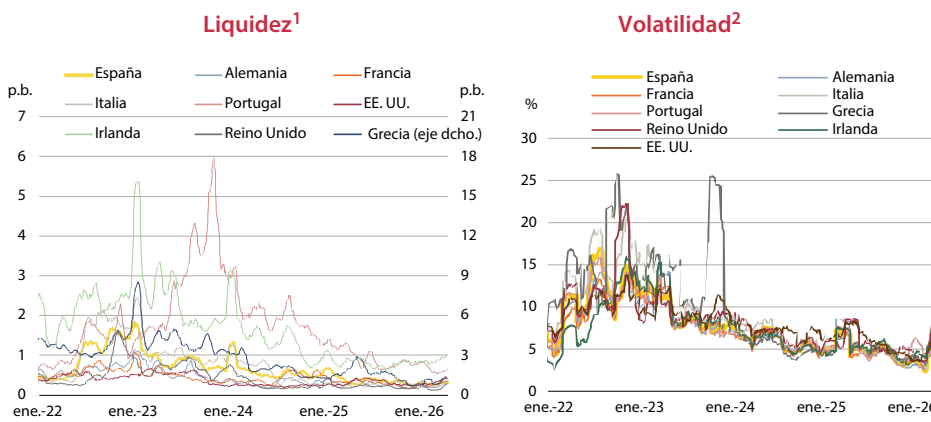
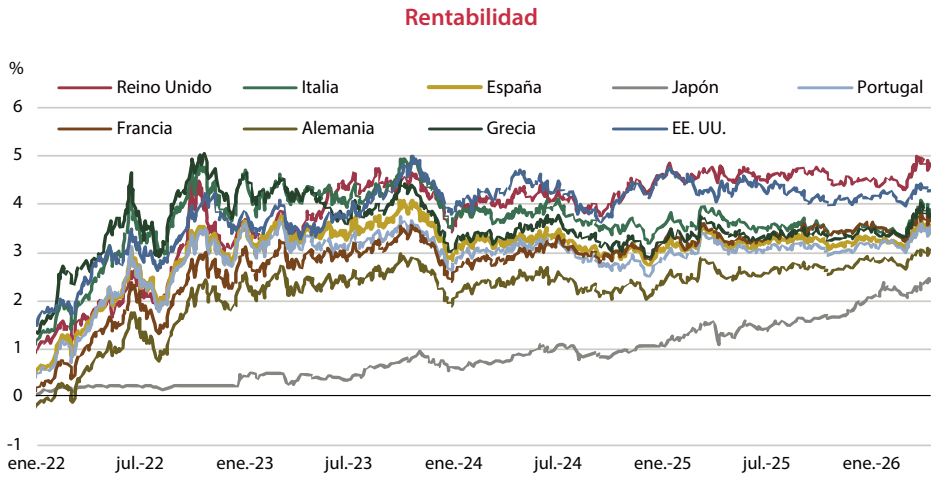
## 2.2 Los mercados de renta fija

Durante los primeros meses del año, los mercados de renta fija registraron una evolución diferenciada, con descensos en las rentabilidades de los activos en los dos primeros meses y un repunte a partir del tercero. Este cambio se explica, en gran medida, por el aumento de la incertidumbre geopolítica derivada de la guerra en Oriente Medio. En el ámbito europeo, el incremento de las rentabilidades fue más acusado que en otros mercados, en un contexto marcado por la generación de expectativas de endurecimiento de la política monetaria por parte del Banco Central Europeo (BCE). Las subidas fueron más intensas en los plazos más cortos de la curva.

### Tipos de interés

En el ámbito de la deuda soberana a 10 años, los rendimientos han mostrado la evolución descrita en la introducción de este epígrafe, cerrando la primera parte del año con ascensos, en un contexto de buenas condiciones de liquidez y de aumento notable de la volatilidad (véanse los paneles del gráfico 4). En los países de la zona euro, el aumento de los rendimientos osciló entre los 12 puntos básicos (p.b.) de Francia y los 32 p.b. de Italia. La rentabilidad del bono soberano alemán creció hasta el 3,05 % a fecha 15 de abril, 20 p.b. más que al cierre del año y 40 p.b. más que a 27 de febrero, fecha previa al inicio del conflicto. En otros países europeos esta rentabilidad se situaba ampliamente por encima del 3 %: así, en Portugal era del 3,44 %, manteniéndose por debajo de la referencia de otras economías como la española (3,50 %), la francesa (3,69 %) o la italiana (3,83 %).

En EE. UU. el comportamiento del bono soberano a 10 años fue similar al observado en la zona euro. A mediados de abril, su rentabilidad se situaba en el 4,28 %, lo que supone un incremento de 12 p.b. respecto al cierre de 2025 y de 32 p.b. desde el 27 de febrero. Este aumento de los rendimientos fue generalizado a lo largo de toda la curva, incluidos los tramos más cortos, en un contexto marcado también por la revisión de las expectativas en materia de política monetaria, que apuntan a una menor probabilidad de recortes de tipos por parte de la Reserva Federal en los próximos meses. En el Reino Unido y en Japón, los tipos de interés de la deuda soberana a 10 años se situaban en el 4,82 % y el 2,41 %, respectivamente, con incrementos de 34 p.b. en ambos casos.



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

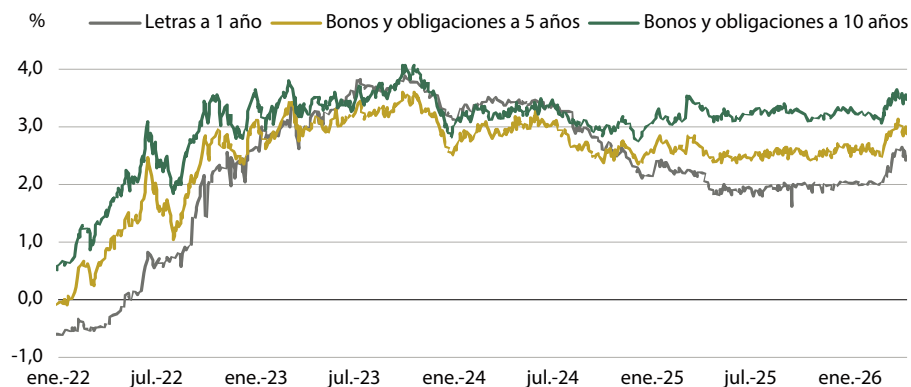
- 1 Promedio de 1 mes del diferencial compra/venta (*bid-ask spread*) diario de las rentabilidades de los bonos soberanos a 10 años.
- 2 Desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios de los bonos soberanos a 40 días.

En España, y comenzando con los plazos más cortos de la curva, cabe destacar el aumento notable de los rendimientos de las Letras del Tesoro, sobre todo en las de vencimiento a 1 año. Estos activos han sido más sensibles a los cambios en las expectativas de la política monetaria. En este sentido, aunque el BCE mantuvo los tipos sin cambios en su reunión del 19 de marzo, el mercado parece anticipar un posible endurecimiento en su política de cara a la segunda mitad del año. Así, los tipos de las Letras del Tesoro a 3, 6 y 12 meses alcanzaron en las dos primeras semanas de abril una rentabilidad media en el mercado secundario del 2,04 %, el 2,25 % y el 2,55 %, respectivamente, lo que supone un aumento de entre 7 p.b. y 55 p.b. respecto de los valores de diciembre<sup>11</sup> (véase cuadro 5).

11 En el ámbito de la renta fija privada, el rendimiento medio observado para una muestra representativa de pagarés a 12 meses mostró un aumento similar al de las Letras del Tesoro al mismo plazo, situándose en el 2,68 % a mediados de abril.

## Tipos de interés de la deuda pública española

GRÁFICO 5



Fuente: Refinitiv Datastream. Datos hasta el 15 de abril

## Tipos de interés a corto plazo<sup>1</sup>

CUADRO 5

	dic.-24	dic.-25	jun.-25	sep.-25	dic.-25	mar.-26	abr.-26 <sup>2</sup>
<b>Letras del Tesoro</b>							
3 meses	2,57	1,96	1,88	1,90	1,96	1,99	2,04
6 meses	2,51	1,96	1,88	1,98	1,96	2,14	2,25
12 meses	2,18	2,01	1,91	1,97	2,01	2,33	2,55

Fuente: Refinitiv Datastream y CNMV.

<sup>1</sup> Promedio mensual de datos diarios.

<sup>2</sup> Datos diarios hasta el 15 de abril.

De forma similar, los tipos de la deuda pública a medio y largo plazo mostraron un incremento notable en los primeros meses del ejercicio, algo menos intenso en los activos de vencimiento a 10 años. Tal como muestra el cuadro 6, el rendimiento de la deuda pública española a 3, 5 y 10 años se situó, de media, en abril en el 2,77 %, el 2,95 % y el 3,46 %, respectivamente, lo que supone un aumento de 40 p.b., 30 p.b. y 19 p.b., respectivamente respecto a las cifras de diciembre. Avances parecidos se observaron en los activos de renta fija privada, cuyos rendimientos se situaron en el 2,70 %, el 2,85 % y el 3,13 % para los bonos a 3, 5 y 10 años<sup>12</sup>, respectivamente, entre 10 p.b. y 27 p.b. más que al cierre de 2025.

<sup>12</sup> Datos medios de un conjunto de bonos representativo.

## Rentabilidad de la renta fija a medio y largo plazo<sup>1</sup>

CUADRO 6

%

	dic.-24	dic.-25	jun.-25	sep.-25	dic.-25	mar.-26	abr.-26 <sup>3</sup>
<b>Renta fija pública</b>							
3 años	2,30	2,37	2,15	2,23	2,37	2,65	2,77
5 años	2,47	2,65	2,46	2,57	2,65	2,86	2,95
10 años	2,90	3,27	3,17	3,27	3,27	3,39	3,46
<b>Renta fija privada</b>							
3 años	3,05	2,60	2,73	2,59	2,60	2,66	2,70
5 años	3,29	2,59	3,08	2,58	2,59	2,64	2,85
10 años	3,48	2,86	3,31	2,86	2,86	2,90	3,13

Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia.

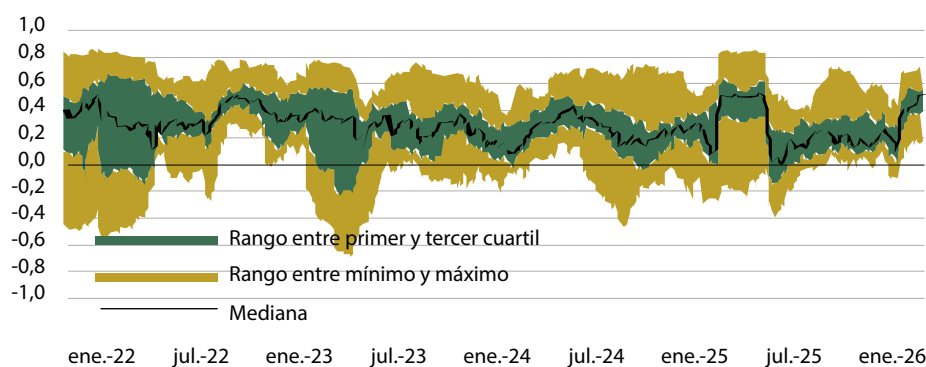
1 Promedio mensual de datos diarios

2 Datos diarios hasta el 15 de abril.

El inicio de la guerra a finales de febrero ha originado un aumento considerable de la correlación entre diferentes tipos de activos financieros, alimentando el riesgo de contagio (véase gráfico 6). El aumento de la correlación es habitual en momentos de crisis y tiene su origen en una evolución similar en los precios de los activos de deuda y de crédito respecto al de las acciones. En particular, el *shock* generado por el conflicto se ha traducido en una evolución más alineada entre los activos de renta fija, crédito y renta variable, por lo que aquellos hechos que afecten negativamente a un activo o a una tipología de ellos se pueden transmitir a otros activos con mayor facilidad.

## Indicador de correlación entre clases de activos<sup>1</sup>

GRÁFICO 6



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

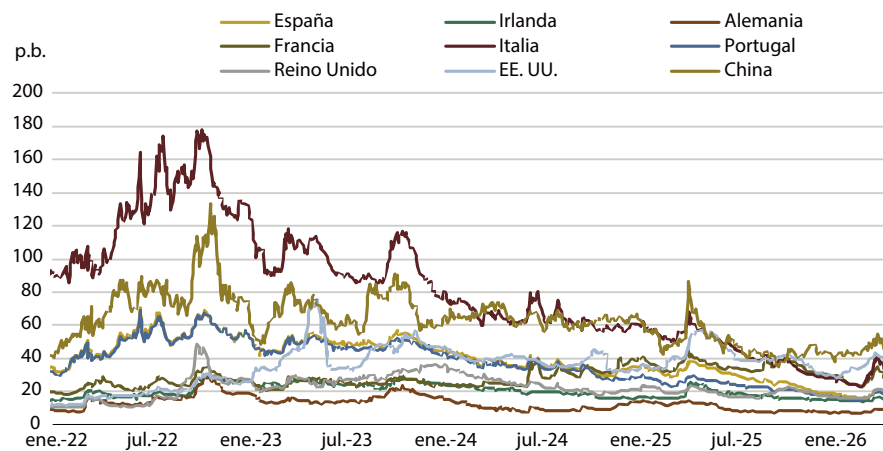
1 El indicador de correlación entre clases de activos recoge pares de correlaciones calculadas con datos diarios en ventanas de 3 meses. Las clases de activos son: deuda soberana, renta fija privada de entidades financieras y no financieras, y valores del Ibex 35 de compañías financieras, de *utilities*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

## Primas de riesgo

El conflicto en Oriente Medio ha tensionado ligeramente las primas de riesgo de crédito, pero de forma mucho más atenuada que en periodos de turbulencias previos. En el ámbito del riesgo de crédito soberano, y con información de los contratos CDS a 5 años, se observa que el aumento de las primas de riesgo producido desde marzo ha tendido a compensar en muchos casos las caídas de los primeros meses. Como se observa en el gráfico 7, esto fue lo que sucedió en muchas economías europeas, para las cuales las primas de riesgo de mitad de abril eran muy similares a las de finales de 2025. En cambio, en EE. UU. el incremento fue algo mayor, pero no alarmante (de 9 p.b.), hasta situar el valor de la prima de riesgo en 38 p.b.

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

GRÁFICO 7



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

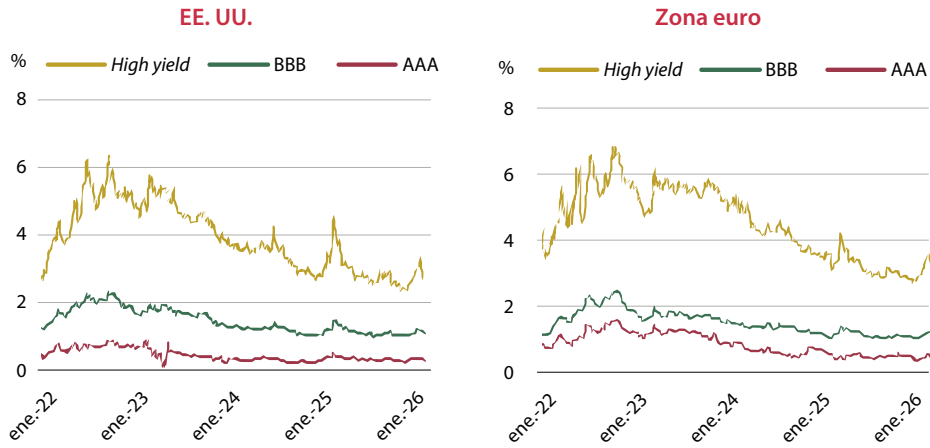
En los mercados de renta fija privada de EE. UU. y Europa también se han observado aumentos de las primas de riesgo en los activos de calidad crediticia más reducida, que tampoco resultan de una magnitud excesiva. Como se observa en los paneles del gráfico 8, se produjeron alzas en las primas de riesgo en el segmento de deuda *high yield* de EE.UU. durante el primer trimestre, seguidas de una corrección en la primera quincena de abril, lo que deja el balance en el año con un ascenso de 20 p.b. En la zona euro, la corrección fue más limitada, por lo que el balance anual muestra un aumento algo más elevado (de 28 p.b.). En el caso de la deuda con calificación BBB no se observaron cambios relevantes y en la deuda AAA se registraron incluso leves descensos.

En España, la prima de riesgo soberano<sup>13</sup> a 15 de abril se situaba en 45 p.b., un nivel similar al observado al cierre de 2025 y en línea con la evolución mostrada por el resto de las economías del entorno. Desde mediados de 2024, este indicador había mantenido una trayectoria descendente, alcanzando en febrero de este año mínimos no observados desde 2008 (37 p.b.). Esta tendencia se vio interrumpida en marzo, como ya se ha comentado, pero de momento constituye un repunte leve y transitorio (véase panel superior del gráfico 9).

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

## Primas de riesgo de la deuda privada<sup>1</sup>

GRÁFICO 8

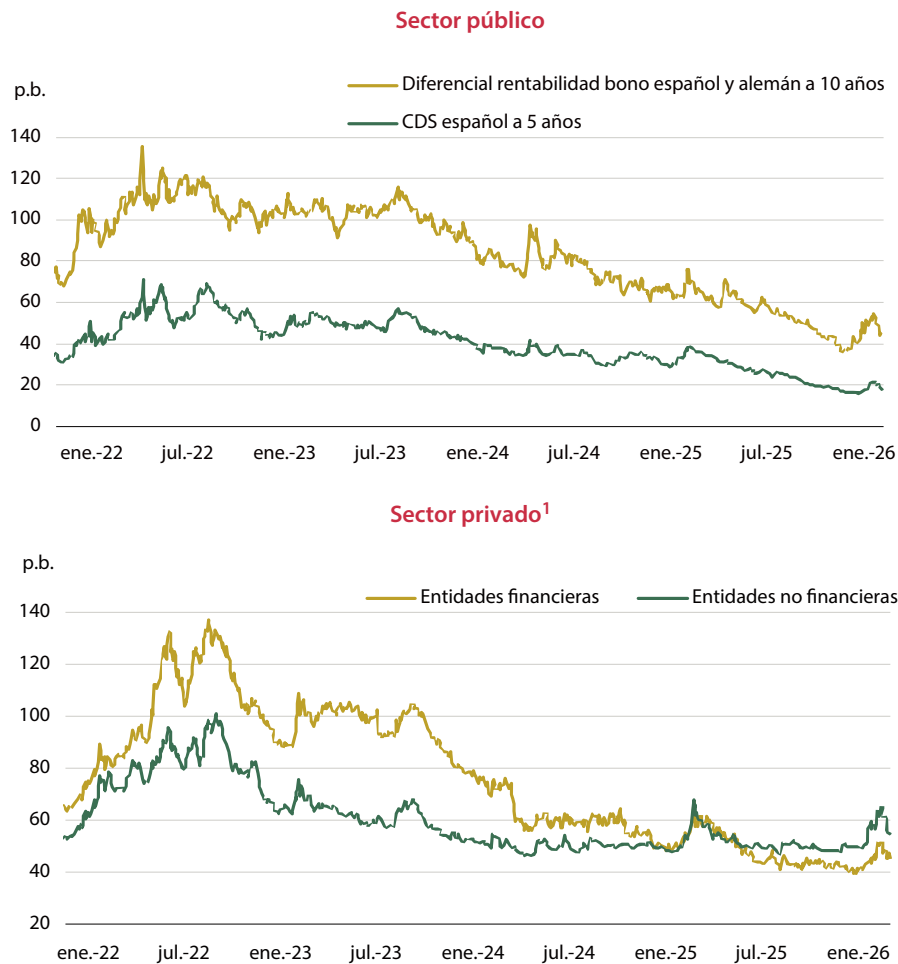


Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de abril.

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

## Prima de riesgo de emisores españoles

GRÁFICO 9



Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia.

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

Por lo que respecta a los subsectores privados de la economía española, las primas de riesgo registraron, en el conjunto del periodo, un leve incremento, ligeramente más acusado en las sociedades no financieras. Así, a mediados de abril de 2026, el *spread* medio de los CDS de las entidades no financieras alcanzaba los 54,5 p.b., por encima de los 48,1 p.b. registrados al final del año anterior, y el de las entidades financieras rondaba los 45,4 p.b., apenas 3 p.b. más que al cierre de 2025.

## Emisiones

Las emisiones de renta fija efectuadas por los emisores españoles del sector privado se han situado en 47.037 millones de euros en estos primeros meses de 2026 (hasta el 15 de abril<sup>14</sup>), un 7,7 % más que en 2025. Este importe se reparte en 30.542 millones por las realizadas en España (admitidas a negociación en AIAF o en el MARF) y 16.495 millones por las realizadas en el exterior (datos disponibles de enero y febrero). En el caso de las emisiones de deuda efectuadas en España, cabe destacar el notable repunte de las emisiones de deuda a largo plazo, que se situaron en 21.231 millones de euros, un 32 % más que en el mismo periodo de 2025. Este crecimiento se explica, sobre todo, por el incremento de las emisiones de cédulas hipotecarias, cuyo importe fue más del doble y, en menor medida, por las emisiones de titulaciones. Por el contrario, el importe de las emisiones a corto plazo realizadas en España descendió un 12,8 % respecto a 2025, situándose en 9.311 millones de euros (véanse cuadro 7 y anexo estadístico 1.6).

Las emisiones de deuda realizadas en el exterior en los dos primeros meses del año se situaron en 16.495 millones de euros, lo que implica un 6,2 % menos respecto al mismo periodo de 2025. Esta tendencia, que se observa desde el año pasado, parece responder a una cierta recomposición de las emisiones efectuadas por las compañías desde el exterior hacia España en la modalidad de largo plazo y lo contrario a corto plazo. Así, las emisiones de bonos y obligaciones a largo plazo en el exterior presentan un descenso del 26 %, mientras que las de pagarés avanzan un 12,2 %.

En materia de deuda con criterios medioambientales, sociales y de gobernanza (ASG), se observó un aumento notable en el importe de las emisiones realizadas por los emisores españoles<sup>15</sup>, que fue superior a 8.000 millones de euros hasta el 15 de abril (5.035 millones en el mismo periodo del año anterior). De esta cifra, más de 5.000 millones fueron bonos verdes, 3.000 millones bonos sostenibles y apenas 2 millones vinculados a la sostenibilidad. Aunque el importe emitido presentó el ascenso comentado, se registraron 6 emisiones menos (en total fueron 12: 8 verdes, 3 sostenibles y 1 vinculada a la sostenibilidad), de lo que se deduce un aumento significativo del tamaño medio de este tipo de emisiones. Por sectores, algo más de 5.000 millones correspondieron al sector privado (frente a 2.341 millones en 2025), mientras que 3.000 millones fueron emitidos por el sector público (2.695 millones en 2025).

14 Fecha para las emisiones realizadas en España. Para las del exterior, el periodo cubre enero y febrero.

15 Fuente: Banco de España y Dealogic.

La actividad registrada en los centros de negociación españoles presentó avances en términos agregados respecto al ejercicio anterior. La negociación en los tres sistemas organizados de contratación (SOC) autorizados para negociar renta fija<sup>16</sup> creció entre enero y el 15 de abril un 29 % interanual, hasta situarse en 582.775 millones de euros<sup>17</sup>, de los que 144.044 millones correspondieron a deuda pública española, un 10,3 % más que en 2025. Asimismo, la contratación en el Sistema Electrónico de Negociación de Deuda (SEND) creció hasta 1.681 millones de euros, más del doble que en el mismo periodo de 2025, a la vez que en SENAF alcanzó 44.349 millones, un 42,6 % interanual más.

## Emisiones brutas de renta fija de emisores españoles del sector privado

CUADRO 7

CNMV				2025			2026
AIAF <sup>1</sup>	2023	2024	2025	III	IV	I	En el año <sup>2</sup>
A largo plazo	49.503	38.986	57.620	7.537	13.843	20.630	20.923
A corto plazo	25.706	12.278	16.786	6.441	2.746	4.943	5.496
<b>Total AIAF</b>	<b>75.209</b>	<b>51.264</b>	<b>74.405</b>	<b>13.978</b>	<b>16.589</b>	<b>25.572</b>	<b>26.419</b>
MARF				2025			2026
A largo plazo	498	1.142	1.495	240	318	308	308
A corto plazo	14.774	15.326	13.054	2.804	3.276	3.275	3.815
<b>Total MARF</b>	<b>15.273</b>	<b>16.468</b>	<b>14.549</b>	<b>3.044</b>	<b>3.594</b>	<b>3.582</b>	<b>4.123</b>
<b>TOTAL España (AIAF, MARF)</b>	<b>90.482</b>	<b>67.732</b>	<b>88.954</b>	<b>17.022</b>	<b>20.182</b>	<b>29.154</b>	<b>30.542</b>
Efectuadas en el exterior				2025			2026
	2023	2024	2025	III	IV	I <sup>3</sup>	En el año <sup>3</sup>
A largo plazo	64.119	80.931	60.345	14.725	14.576	11.483	11.483
A corto plazo	70.104	43.977	43.515	10.909	12.929	5.012	5.012
<b>Total exterior</b>	<b>134.222</b>	<b>124.807</b>	<b>103.860</b>	<b>25.634</b>	<b>27.505</b>	<b>16.495</b>	<b>16.495</b>
<b>TOTAL (España y exterior)</b>	<b>224.704</b>	<b>192.539</b>	<b>192.814</b>	<b>42.656</b>	<b>47.687</b>	<b>45.650</b>	<b>47.037</b>

Fuente: CNMV y Banco de España.

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

2 Datos hasta el 15 de abril.

3 Datos hasta el 28 de febrero.

## 2.3 Criptoactivos

Las criptomonedas estrenaron el año continuando la senda decreciente iniciada a finales de 2025, cuando cayeron de forma significativa tras alcanzar el máximo histórico en el mes de octubre. De esta manera, la capitalización total del mercado, que alcanzó los 4,4 billones de dólares en el mes de octubre, experimentó una caída del 50 %, hasta los 2,2 billones en el mes de febrero. El desencadenante de esta

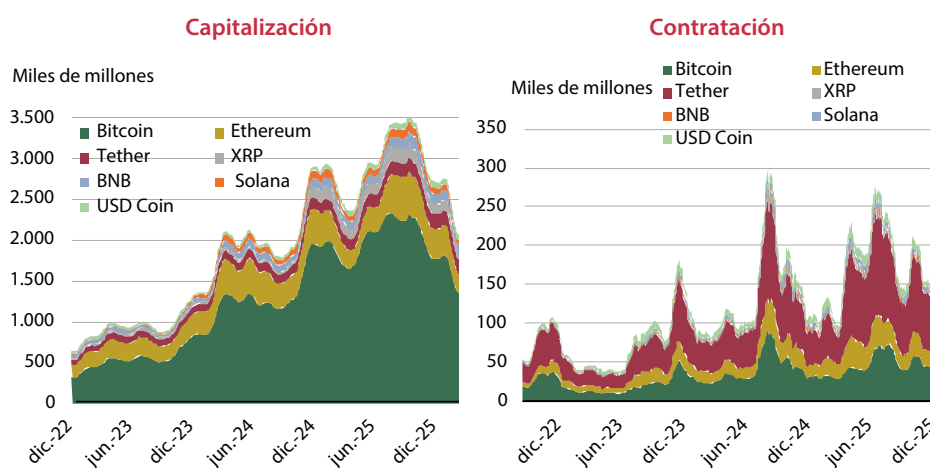
16 Existe un cuarto OTF autorizado por la CNMV en 2024 (Vamos OTF), que solo opera con derivados.

17 De este importe, un 78,2 % correspondió a Tradition Financial Services España, que concentró el 78,2 % de la negociación total y que orienta la mayoría de su actividad a la contratación de deuda pública extranjera.

evolución fue el anuncio de aranceles y controles comerciales elevados por parte de EE. UU. a China, lo que generó una alta aversión al riesgo que, sumada a la materialización de beneficios por parte de múltiples inversores, derivó en caídas notables. Posteriormente, las liquidaciones por parte de los fondos de inversión, entre otras cuestiones, han impedido la recuperación de este mercado, cuyo tamaño se situaba en 2,6 billones de dólares a mediados de abril. La interconexión entre este mercado y el sistema financiero tradicional aún es reducida, aunque continúa creciendo con la expansión de instrumentos financieros como los ETP (*exchange-traded products*), que permiten a los inversores posicionarse en criptomonedas. Por otra parte, los volúmenes de negociación, que alcanzaron los 600.000 millones de dólares diarios en algunos momentos de 2025, en los primeros meses del año se situaron en torno a los 200.000 millones, llegando en momentos puntuales a los 400.000 millones.

### Capitalización y contratación

GRÁFICO 10



Fuente: Coingecko.

La cotización del Bitcoin se situaba en 74.834 dólares a mediados de abril, lo que supone una caída del 15,7 % en lo que va de año. Ethereum, por su parte, retrocedió un 21,4 %, hasta situarse en 2.360 dólares. El resto de las criptomonedas ha mostrado un comportamiento similar, con caídas, dada la alta correlación entre este tipo de activos. Dentro de las criptomonedas, las *stablecoins* continuaron creciendo en relevancia y a mediados de abril representaban el 10,9 % en términos de capitalización y alrededor del 50 % de la negociación diaria.

La volatilidad de este mercado continuó siendo muy elevada, superior a la de los activos tradicionales. De esta forma, la volatilidad del Bitcoin se situaba a mediados de abril en el 46 % (al cierre de 2025 se encontraba en el 44,2 %). A su vez, Ethereum, la segunda criptomoneda de mayor capitalización, experimentó mayores oscilaciones aún, registrando una volatilidad del 74,6 % a mediados de abril (al cierre de 2025 se situaba en el 63,7 %). Aunque estos valores se encuentran por debajo de los registrados en momentos de grandes oscilaciones, en los cuales es habitual superar el 80 %, se trata de niveles de volatilidad significativamente elevados y muy superiores a los de los activos de los mercados tradicionales, incluso los de renta variable.

Ante la elevada volatilidad y complejidad de este tipo de instrumentos, conviene **monitorizar estrechamente sus riesgos**. Estos productos se encuentran muy influenciados por factores como el entorno macroeconómico y geopolítico, el desarrollo regulatorio y los avances tecnológicos. A su vez, las crecientes interconexiones entre el mercado de criptomonedas y los mercados tradicionales pueden incrementar los riesgos para la estabilidad financiera, especialmente en momentos de perturbaciones financieras. Al igual que se observa una correlación elevada entre las diferentes criptomonedas, también se identifican correlaciones significativas con los mercados de renta variable, particularmente con los estadounidenses y de manera especial en momentos de *shocks*.

En términos de regulación, el primer trimestre de 2026 se caracterizó por avances hacia una mayor claridad en EE. UU. y la progresiva implantación del Reglamento MiCA en Europa. En el caso de EE. UU., se avanzó hacia una mayor integración del mercado crypto dentro del sistema financiero. Por una parte, la Securities Exchange Commission (SEC) y la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) —las principales agencias reguladoras de los mercados financieros— firmaron un memorándum de entendimiento el 11 de marzo, a través del cual se resolvieron ciertos aspectos jurisdiccionales como la eliminación de las barreras legales para los fondos de inversión cotizados (ETF) sobre Solana y Dogecoin. Además, el día 20 del mismo mes se llegó a un acuerdo sobre ciertos aspectos relacionados con las *stablecoins* en la Ley *Clarity*, implantando requerimientos para garantizar su seguridad.

Por su parte, en Europa, MiCA ha ido entrando en vigor progresivamente desde 2023, de tal forma que se aprobó un régimen transitorio por el cual los proveedores de servicios de criptoactivos (PSC) podían seguir operando mientras se tramitaba su autorización y que termina el 1 de julio. Mediante requisitos como la exigencia de reservas 1:1 para EMT y medidas antiblanqueo se busca la estabilidad de este mercado, de forma que aumente su integración en el sistema financiero de manera segura. En España, la CNMV es la encargada de gestionar las autorizaciones de los PSC, mientras que el Banco de España supervisa la emisión y reservas de las *stablecoins*<sup>18</sup> (ART/EMT). El año pasado se resolvieron en España de forma satisfactoria cuatro expedientes de notificación presentados por entidades financieras y otros tres de autorización de prestadores de servicios de criptoactivos. A ellos se han sumado, en el primer trimestre del año, tres expedientes más de notificación presentados por entidades de crédito y otros tres de autorización a PSC.

## 2.4 Materias primas

Tras una tendencia general bajista en 2025, con la excepción de los metales preciosos y los industriales, **los precios de las materias primas experimentaron repuntes al comienzo del año**, especialmente en el caso de las energéticas, en un contexto de altas tensiones geopolíticas derivadas del conflicto en Irán y el bloqueo del estrecho de Ormuz.

---

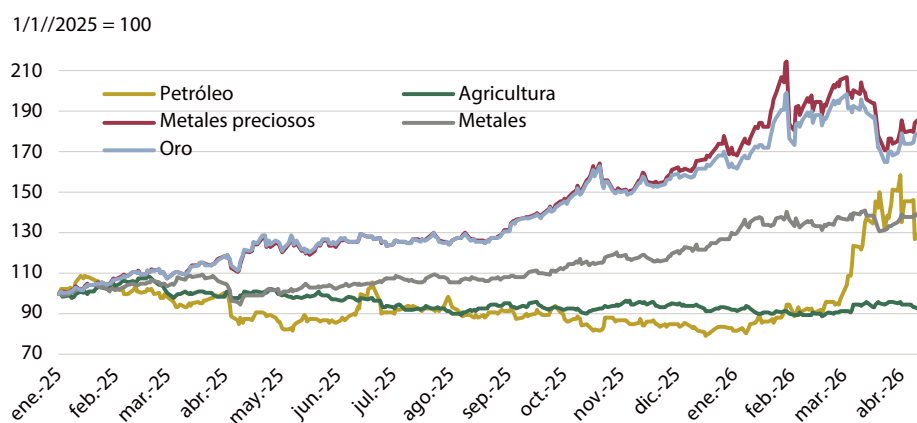
18 No obstante, la CNMV supervisa la prestación de servicios sobre *stablecoins* (como su *trading*, custodia o intercambio) como parte de su supervisión sobre los PSC.

Las materias primas energéticas soportaron un encarecimiento sustancial, cuyo desencadenante fue el inicio de la guerra en Irán el 27 de febrero. De esta forma, el precio del barril de petróleo Brent aumentó un 94,5 % desde el inicio del año hasta los 118,34 dólares al cierre del trimestre (una subida del 63,1 % desde el inicio del conflicto). Posteriormente, la relajación parcial de las tensiones en la primera mitad de abril redujo el incremento a un 56,2 % en lo que va de año. Del mismo modo, el precio del gas natural se disparó hasta un 105,2 %<sup>19</sup> a mediados de marzo (un 80,6 % desde el inicio de la guerra), para posteriormente reducir su encarecimiento hasta el 41,0 % a mediados de abril.

Los precios de las materias primas agrícolas tuvieron una evolución moderadamente alcista en los primeros meses del año, tras un 2025 en el que habían mostrado una trayectoria decreciente a causa de abundantes cosechas. Esta subida se vio impulsada principalmente por los cereales, mientras que otros cultivos como la soja se estabilizaron tras episodios de alta volatilidad. Por su parte, los precios de los metales industriales siguieron una trayectoria alcista sostenida, liderados por el aluminio y el cobre, a causa de la crisis en Ormuz y la elevada demanda en los sectores renovables. Así mismo, los metales preciosos continuaron al alza, con oscilaciones a causa de momentos de toma de beneficios, pero con una base sólida debido a su papel de activo refugio. De esta forma, el oro muestra una revalorización del 10,6 % en lo que va de año (que llegó a ser del 22,2 % a comienzos de marzo, con la escalada del conflicto). En el caso de la plata, aunque a finales de enero llegó a alcanzar una revalorización del 63,6 %, posteriormente redujo este aumento hasta el 10,9 % a mediados de abril.

**Evolución del precio de las principales materias primas**

GRÁFICO 11



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

19 El precio del gas se mide a través del precio de liquidación del futuro a 1 mes, cotizado en MWh (megavatios hora).

## 3 Los agentes de los mercados

### 3.1 Vehículos de inversión

#### IIC de carácter financiero

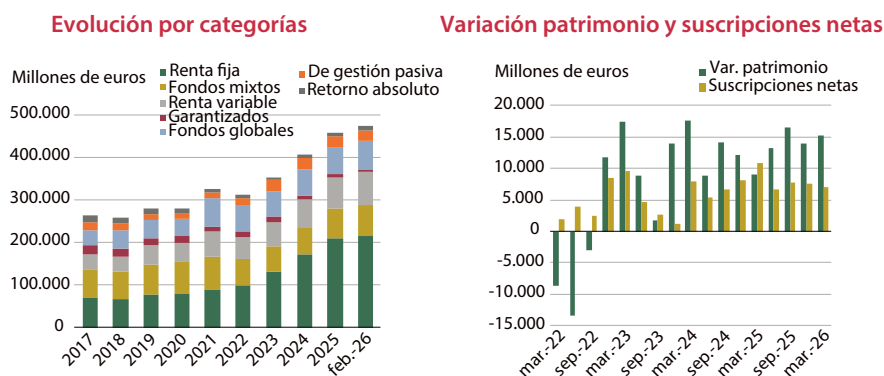
##### Fondos de inversión

El patrimonio de los fondos de inversión registrados en España continuó creciendo con fuerza en los primeros meses de 2026, con un avance del 3,3 % entre enero y febrero, hasta situarse en 474.000 millones de euros. Este aumento fue consecuencia tanto de la revalorización de la cartera de inversiones, que superó los 8.000 millones de euros en tan solo 2 meses, como de las entradas netas de recursos, que fueron próximas a 7.000 millones. Cabe recordar que en 2025 las suscripciones netas superaron los 33.000 millones de euros en el conjunto del año y los rendimientos de la cartera alcanzaron casi los 20.000 millones.

La mayor parte de los flujos inversores continuaron destinándose a los fondos de renta fija, con unas entradas netas de más de 3.300 millones de euros en los 2 primeros meses de 2026 (en 2025 superaron los 33.000 millones). También experimentaron importantes entradas de recursos los fondos de renta fija mixta, con casi 2.000 millones de euros, y los fondos de renta variable internacional, cuyas suscripciones netas ascendieron a 1.640 millones de euros<sup>20</sup>. Con estos movimientos, aunque continúa la preferencia de los inversores por los fondos más conservadores, se observa que hay una proporción de ellos que —como consecuencia, seguramente, del buen comportamiento de los mercados de renta variable a lo largo de 2025— optaron por opciones algo más arriesgadas.

#### Patrimonio y suscripciones netas de los fondos de inversión

GRÁFICO 12



Fuente: CNMV.

20 Alrededor del 40 % de este importe (casi 700 millones) fue consecuencia del cambio de vocación de fondos que pertenecían a otras categorías.

La oferta total de fondos por parte de las sociedades gestoras continuó reduciéndose en el primer trimestre de 2026, con 4 vehículos menos, hasta los 1.434<sup>21</sup> al cierre de marzo. Este descenso se suma al observado en 2025, que fue de 58, aunque en ambos casos la mayor parte de las bajas fueron consecuencia de una absorción por parte de otra IIC, en su mayoría fondos de la misma gestora<sup>22</sup>. Al igual que sucedió el año pasado, la disminución más importante se produjo en los fondos garantizados, tanto de renta fija como de renta variable: 40 menos en 2025 y 12 menos entre enero y febrero de 2026.

En línea con el avance patrimonial, el número de cuentas de partícipes del sector se incrementó en los 2 primeros meses de 2026 en casi 358.000, hasta cerrar febrero con un total de 18,2 millones (5,8 millones de inversores<sup>23</sup>). El aumento fue especialmente notable en los fondos de renta variable internacional, con 217.000 cuentas más, tras la estabilidad de 2025. Los fondos de renta fija experimentaron un aumento leve de las cuentas de partícipes, pero vienen de un incremento superior a 900.000 en 2025. Con estos movimientos, los fondos de renta fija concentraban en febrero de 2026 casi el 41 % del total de cuentas de partícipes y los de renta variable internacional, prácticamente el 25 %.

El total de IIC que a finales de febrero se habían acogido a los artículos 8 y 9 del Reglamento europeo sobre divulgación<sup>24</sup> era de 415<sup>25</sup> (1 menos que en 2025), lo que parece reflejar una cierta estabilización de estos vehículos. De esas IIC, la gran mayoría —en concreto 395 (388 fondos de inversión, 4 SICAV y 3 fondos de inversión libre)— se habían acogido al artículo 8, mientras que 19 (16 fondos de inversión y 3 fondos de inversión libre) lo habían hecho al artículo 9. Las cuentas de partícipes de estas IIC se situaron en 8,7 millones y su patrimonio superó los 191.000 millones de euros, un 38,3 % del sector, porcentaje similar al de 2025.

---

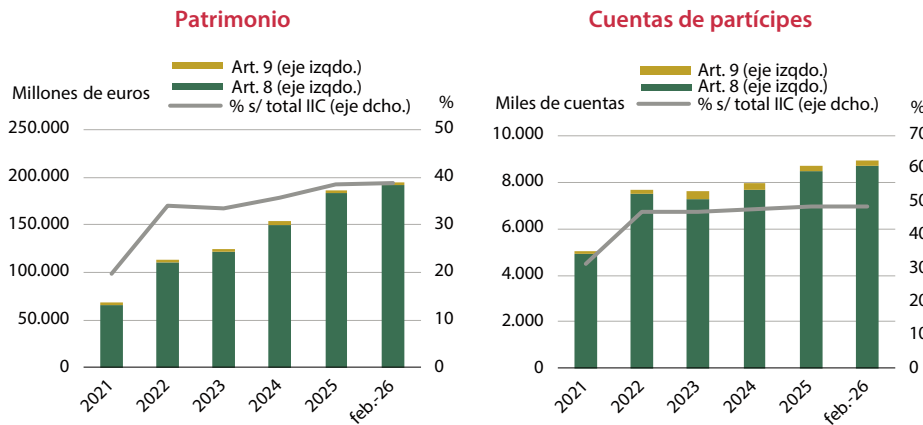
21 Estos fondos se repartían en 1.670 compartimentos.

22 De las bajas producidas entre enero de 2025 y febrero de 2026, más del 90 % fueron consecuencia de una fusión con otro vehículo.

23 En las cuentas de partícipes, un mismo partícipe se computa tantas veces como contratos mantenga en diferentes fondos, por lo que el aumento registrado se podría explicar, en algunas ocasiones, por la diversificación de un mismo inversor en un mayor número de fondos. El número de inversores se obtiene sumando los partícipes únicos que hay en cada sociedad gestora, por lo que el número total de inversores podría ser algo menor si se descontaran aquellos que son clientes de más de una sociedad gestora (información que no está disponible).

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

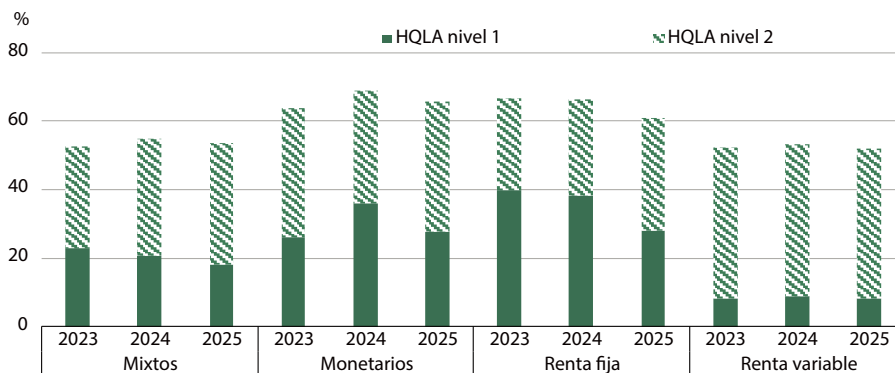
25 Esta cifra se corresponde con el número de compartimentos que remitieron estados reservados (no incluye, por tanto, los que pudieran estar en proceso de disolución o liquidación).



Fuente: CNMV.

El análisis de la cartera de inversiones de los fondos de inversión al cierre de 2025 revela que las condiciones de liquidez de la cartera continuaban siendo satisfactorias, a pesar de la ligera disminución de los activos considerados como de mayor liquidez. Así, la ratio de activos líquidos de alta calidad (HQLA<sup>26</sup> nivel 1), que incluye los valores considerados completamente líquidos<sup>27</sup>, se situó para el conjunto de fondos en el 21,2 % a finales de 2025, frente al 26,3 % de 2024. Este descenso —más acusado en los fondos de renta fija<sup>28</sup>, en los que este porcentaje descendió más de 10 puntos porcentuales (p.p.), hasta el 27,9 % (véase gráfico 14)— se debió, en gran medida, a la disminución de los activos de deuda pública en cartera en favor de la deuda privada<sup>29</sup>. Esta recomposición de la cartera fue relevante en el caso de la deuda pública española (que pasó del 15,9 % en 2024 al 10,8 % en 2025).

HQLA de las distintas tipologías de fondos de inversión



Fuente: CNMV.

26 High quality liquid assets.

27 Los activos incluidos en el nivel 1 del HQLA son el efectivo, los depósitos y la deuda pública de alta calidad.

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

29 La deuda pública pasó de representar un 44,2 % de la cartera de inversiones en 2024 a un 40,0 %, mientras que la deuda privada subió del 42,7 % al 47,5 %.

La valoración de la liquidez bajo un concepto más amplio (HQLA nivel 2), que incluye tanto los activos completamente líquidos como porcentajes variables de otros valores de liquidez media o alta<sup>30</sup>, da lugar a una proporción notable de activos líquidos, que se redujo con menos intensidad en 2025: pasó del 60 % al 57 %. El descenso de esta ratio fue pequeño, de entre 1 p.p. y 3 p.p., para la mayoría de las categorías, a excepción de los fondos de renta fija, como ya sucedía para la ratio de nivel 1. En este último caso se produjo una reducción desde el 66,5 % de 2024 hasta el 61,0 % de finales del año pasado. En todas las categorías de fondos, la estimación de activos líquidos bajo este concepto más amplio se situaba por encima del 50 % de la cartera, que es una proporción verdaderamente alta.

El análisis detallado de la cartera de renta fija de los fondos de inversión en 2025<sup>31</sup> revela que la calidad crediticia es elevada y la duración moderada. Así, la calificación crediticia del 91,4 % del valor de la cartera de renta fija era de alta calidad (*investment grade*: BBB o superior) a finales de 2025, apenas 9 décimas menos que 1 año antes<sup>32</sup>. Dentro de estos activos, un 19,5 % mostraba calificaciones AA o AAA, las más altas de todas, frente al 22,1 % del año anterior (véase panel izquierdo del gráfico 15). Por otra parte, la duración modificada<sup>33</sup> para el conjunto de fondos de inversión al cierre del año era de 1,9 (1,8 en 2024), después de haber experimentado un descenso significativo desde 2021<sup>34</sup>. Como puede observarse en el panel derecho del gráfico 15, en el caso de los fondos mixtos alrededor del 75 % (en términos patrimoniales) tenía una duración modificada inferior a 3, mientras que este porcentaje aumentaba hasta casi el 80 % en el caso de los fondos de renta fija.

---

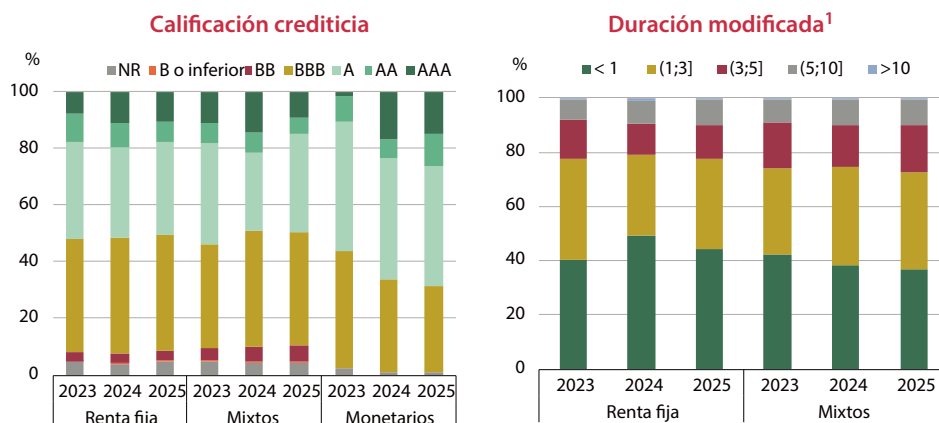
30 El HQLA de nivel 2 incluye, además de los activos pertenecientes al nivel 1, el 50 % del valor de la renta variable y distintos porcentajes de deuda pública, renta fija privada y titulizaciones, dependiendo de su calificación crediticia. Así, el porcentaje de la deuda pública que se consideraría líquido oscila entre el 0 % y el 100 %, el de la renta fija privada entre el 0 % y el 85 % y el de las titulizaciones entre el 0 % y el 65 %. Para un mayor detalle, véase el artículo Ojea, J. (2020). «Cuantificación de la incertidumbre sobre los escenarios adversos de liquidez para los fondos de inversión» *Boletín de la CNMV*, Trimestre II, pp. 25-47. Disponible en: [https://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/boletin/boletin\\_ii\\_2020\\_es.pdf](https://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/boletin/boletin_ii_2020_es.pdf). Además, para obtener una métrica lo más precisa posible, se ha cuantificado también el HQLA de las IIC en las que invierten los fondos españoles, en lugar de considerar esta inversión como de liquidez nula.

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

32 Esta cifra oscilaba entre el 89,5 % de los fondos mixtos y el 99,0 % de los fondos monetarios.

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

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



Fuente: CNMV.

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

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

Con la información disponible de los primeros meses de este año, se observa que el sector de las SICAV continúa mostrando una cierta estabilización, con un comportamiento positivo del patrimonio y una ligera reducción del número de entidades. Así, a finales del primer trimestre, había un total de 407 SICAV, 5 menos que a finales de 2025, mientras que el patrimonio se había incrementado (con información hasta febrero) un 3,7 %, hasta 17.856 millones de euros. Por su parte, el número de accionistas de estas instituciones, tras el descenso de los últimos años, experimentó un ligero incremento del 0,6 %, hasta situarse por encima de los 92.500.

Las condiciones de liquidez de la cartera de estos vehículos también son satisfactorias, aunque se estima un porcentaje de activos líquidos algo inferior al de los fondos de inversión. Así, el HQLA nivel 2 se situó en el 48,9 % al cierre de 2025. Por otra parte, el 81,2 % de la cartera de renta fija tenía una calificación de *investment grade*, mientras que la duración modificada era de 3,4.

### IIC de inversión libre

En el sector de la inversión libre<sup>35</sup>, en 2025 prolongó la senda de expansión que se observa desde hace varios años, con un aumento patrimonial del 19,8 %, hasta 8.769 millones de euros. Aun así, este segmento continúa teniendo un peso reducido dentro de la inversión colectiva en España, inferior al 2 %. Dentro del conjunto de estas instituciones, un 90,7 % del patrimonio correspondía a IIC de inversión libre y el 9,3 % restante, a IIC de IIC de inversión libre. Por su parte, el número

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

total de vehículos registrados en la CNMV, que ya había cerrado 2025 con un crecimiento de 24 entidades, aumentó en el primer trimestre de este año en 5, por lo que en el mes de marzo se contabilizaban un total de 178 vehículos. El número total de cuentas de partícipes y accionistas aumentó en una proporción semejante a la del patrimonio, un 22,6 % en 2025, hasta un total de 21.775.

En España, los vehículos de inversión libre, que gozan de una mayor flexibilidad en la política de inversiones que el resto de IIC, invierten una parte muy importante de su cartera en otras IIC, tanto abiertas como cerradas. Así, en 2025 esta inversión suponía el 52,4 % de la cartera, muy por encima de la inversión directa en acciones (19,3 %) o en valores de renta fija (16,2 %). De esta inversión en otros fondos o sociedades, un 64,3 % se correspondía con vehículos de inversión alternativa<sup>36</sup>, la mayor parte fondos de inversión libre o entidades de capital riesgo registrados fuera de España. En muchos casos, estas otras instituciones invierten gran parte de su cartera en activos poco líquidos, como deuda de baja calidad crediticia o activos inmobiliarios, o incluso conceden préstamos. Por esta razón la CNMV lleva a cabo un seguimiento permanente de estos vehículos (véase el recuadro siguiente, sobre el caso específico de los fondos de deuda privada).

#### Fondos de deuda privada (*private debt funds*)

RECUADRO 1

Los fondos de deuda privada (o *private debt/private credit*) son vehículos de inversión que conceden financiación directamente a empresas, al margen de los mercados públicos y del crédito bancario tradicional. Suelen centrarse en préstamos a compañías de tamaño medio, muchas veces participadas por instituciones de capital riesgo, y estructuran operaciones a medida, con vencimientos largos, garantías específicas y tipos de interés más elevados que los de la deuda cotizada. Para los inversores institucionales y cada vez más minoristas, estos fondos han ido ganando atractivo por su potencial de rentabilidad y por la aparente percepción de estabilidad frente a la volatilidad de los mercados públicos.

La actividad de estos fondos se basa en captar capital de inversores, analizar proyectos empresariales que puedan resultar atractivos y conceder préstamos directos, que luego se suelen mantener en balance hasta su vencimiento o reestructuración. A diferencia de los bonos cotizados, estos activos son poco líquidos y su valoración no se ajusta diariamente al precio de mercado, sino que se estima de forma periódica. Esto permite una gestión más flexible de las carteras, pero también introduce un cierto riesgo de opacidad, especialmente en entornos de deterioro económico.

36 Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (AIFMD, por sus siglas en inglés).

Entre sus ventajas destacan los mayores rendimientos esperados, la diversificación frente a otros activos financieros y su papel como fuente de financiación complementaria respecto a la del canal bancario tradicional o los mercados financieros públicos. Sin embargo, presentan algunas desventajas como su menor liquidez, las valoraciones menos transparentes y su mayor complejidad inherente como producto financiero, que puede generar dificultades en situaciones de estrés. Estas debilidades pueden hacerse visibles cuando suben los tipos de interés o se desacelera la economía, presionando la capacidad de los prestatarios para atender su deuda, o también en momentos de incertidumbre o de pérdida de confianza de los inversores, que pueden dar lugar a peticiones de reembolsos elevadas.

En EE. UU., durante 2026, varios fondos de deuda privada han afrontado problemas significativos. El aumento de los impagos en empresas altamente apalancadas, especialmente en sectores como los del *software* y el consumo, ha obligado a algunos gestores a revisar las valoraciones y a limitar los reembolsos de los inversores. Determinados fondos han activado mecanismos como las restricciones (*gates*) o la suspensión parcial de los reembolsos para hacer frente a tensiones de liquidez, mientras que otros han recurrido a reestructuraciones de deuda. Estos episodios han reabierto el debate sobre el riesgo real de estos vehículos y su creciente interconexión con el sistema financiero.

Si bien conocer el tamaño de esta actividad a escala internacional es complejo, pues no existen datos regulatorios, algunas fuentes estiman el patrimonio mundial de estos fondos en cerca de 2 billones de euros, casi un 15 % del conjunto estimado para el total de las finanzas privadas (que se completarían con fondos de *private equity*: 49 %; fondos inmobiliarios: 14 %; *venture capital*: 11 %; infraestructura: 8 %, y otros fondos). En España<sup>1</sup>, el tamaño de estos fondos es extremadamente pequeño: los vehículos abiertos que pueden o bien invertir en préstamos, o bien concederlos de forma directa forman parte del segmento de la inversión libre, que goza de mayor flexibilidad. En total se han identificado 8 fondos de inversión libre abiertos que pueden realizar esta actividad, con un patrimonio conjunto de 913 millones de euros (el 0,19 % del patrimonio total). A estos cabría sumar determinadas entidades de capital riesgo que también podrían canalizar crédito privado a las entidades. Algunas de ellas realizan la actividad de forma indirecta, a través de la inversión en otras IIC extranjeras.

Aunque la exposición directa a fondos de deuda privada es, por ahora, relativamente baja y está concentrada en inversores institucionales con horizontes de largo plazo, es preciso ser cautos a este respecto y conviene seguir monitorizando de forma estrecha la evolución de estos fondos, prestando especial atención a su liquidez, a sus valoraciones y a los posibles efectos de contagio en escenarios adversos.

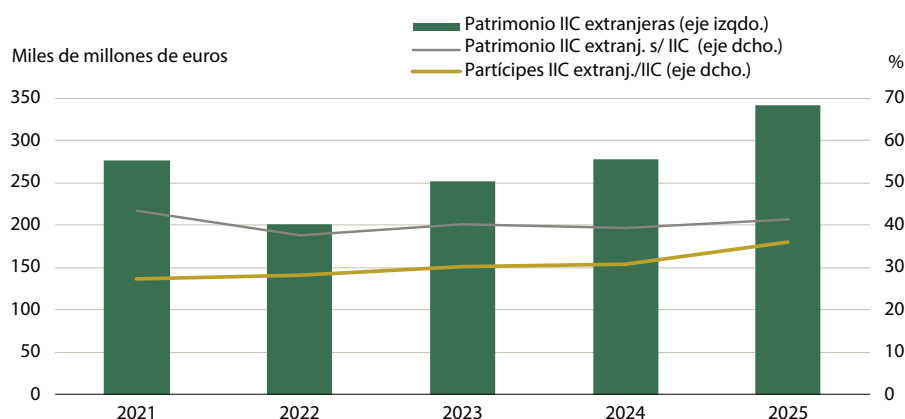
---

<sup>1</sup> Para mayor información sobre el mercado de crédito en España y en la zona euro, véase el análisis en el *Informe de Estabilidad Financiera* del BdE (primavera de 2026).

## IIC extranjeras comercializadas en España

El volumen de patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España se incrementó de forma notable en 2025<sup>37</sup> (un 23,2 %), situándose en 341.641 millones de euros. Como se puede observar en el gráfico 16, este aumento —algo superior al de las IIC nacionales— hizo que el peso de las IIC extranjeras en el total de IIC comercializadas en España se incrementara ligeramente, hasta superar el 41 %. El número de vehículos extranjeros registrados en la CNMV también aumentó en 2025, con 44 entidades más, por lo que a finales de año había un total de 1.183 (476 fondos y 707 sociedades<sup>38</sup>). En línea con estos resultados, el número de cuentas de partícipes también aumentó con fuerza en 2025 hasta situarse por encima de 10,1 millones, un 36,6 % más. De esta forma, las cuentas de partícipes de las IIC extranjeras comercializadas en España suponían más de un tercio del total, porcentaje que se ha ido incrementando de forma progresiva.

Patrimonio y partícipes de las IIC extranjeras comercializadas en España GRÁFICO 16



Fuente: CNMV.

## Perspectivas

Las perspectivas de la industria de la inversión colectiva en España son moderadamente positivas. En un contexto de tipos de interés relativamente estables, así como de mantenimiento de la tasa de ahorro en niveles altos desde un punto de vista histórico, es posible que continúe la reasignación de recursos hacia fondos de inversión. Además, es previsible un mayor interés por soluciones de inversión a largo plazo, impulsado por el envejecimiento de la población y la planificación financiera, junto con avances en digitalización, personalización de la oferta e integración de criterios de sostenibilidad. El factor más importante que puede atenuar o, incluso, revertir parcialmente esta expansión está relacionado con la incertidumbre derivada de los riesgos geopolíticos actuales, incertidumbre que suele retrasar las decisiones de inversión de los agentes. En este contexto, es clave mantener la confianza del inversor a través de una comunicación clara sobre los riesgos y los objetivos.

37 En los últimos 3 años, el crecimiento acumulado ronda el 70 %.

38 La mayor parte de estos vehículos procedían de Luxemburgo, en concreto 516, seguidos por los de Irlanda y Francia (264 y 248, respectivamente).

### 3.2 Prestación de servicios de inversión

Las entidades de crédito continúan siendo las principales proveedoras de servicios de inversión en España, concentrando la mayor parte de los ingresos por comisiones en los distintos tipos de servicios. De esta manera, en 2025 las entidades de crédito recibieron el 87,8 % de estos ingresos, cifra similar a la de 2024 (véase cuadro 8). Por su parte, las sociedades y agencias de valores conservan un peso relativo de cierta importancia en determinados servicios, sobre todo en las actividades de transmisión y ejecución de órdenes, aunque este disminuyó levemente el año pasado. Además de estas entidades, prestan servicios de inversión específicos las empresas de asesoramiento financiero (EAF).

#### Comisiones percibidas por servicios de inversión. 2025

CUADRO 8

Importes en millones de euros

	Empresas de servicios de inversión <sup>1</sup>	Entidades de crédito <sup>2</sup> (EE. CC.)	Total	% EE. CC./ total
<b>Total servicios de inversión</b>	<b>952,0</b>	<b>6.843,4</b>	<b>7.795,5</b>	<b>87,8</b>
Colocación y aseguramiento de valores	10,9	539,3	550,1	98,0
Tramitación y ejecución de órdenes	434,3	1.875,9	2.310,2	81,2
Gestión de carteras	74,6	1.118,2	1.192,8	93,7
Asesoramiento en materia de inversión	144,0	1.284,0	1.428,0	89,9
Comercialización de IIC	288,2	2.026,1	2.314,3	87,5
<b>Total servicios auxiliares</b>	<b>382,2</b>	<b>1.444,5</b>	<b>1.826,7</b>	<b>79,1</b>
Administración y custodia	32,2	756,7	788,9	95,9
Elaboración informes y análisis financieros	96,9	497,2	594,1	83,7
Otros servicios auxiliares	253,0	190,6	443,6	43,0

Fuente: CNMV y Banco de España.

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

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

#### Entidades de crédito

A lo largo de 2025 se produjeron pocos movimientos en el registro de entidades de crédito que pueden prestar servicios de inversión. Concretamente, al cierre del ejercicio había un total de 103 entidades de crédito nacionales (bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito) registradas en la CNMV, 4 menos que el año anterior. Por su parte, el número de entidades de crédito extranjeras en disposición de prestar servicios de inversión en España se situaba en 549, 16 menos que en 2024. De este segundo grupo de entidades, 497 operaban en régimen de libre prestación de servicios y 52 a través de sucursales, procediendo en su mayoría de otros Estados miembros de la Unión Europea (543 entidades). En el primer trimestre de 2026, la información de registro revela que el número de entidades de crédito nacionales que pueden prestar servicios de inversión se mantiene en 103, mientras que hay 1 entidad de crédito extranjera menos (en total 548).

Las comisiones percibidas por estas entidades por la prestación de servicios de valores y la comercialización de IIC continuaron creciendo en 2025: un 15,7 % en conjunto, hasta situarse en 8.288 millones de euros. La prestación de servicios de inversión no auxiliares supuso para las entidades de crédito unas comisiones de 4.817 millones de euros (un 23,1 % más), mientras que por la prestación de servicios auxiliares recibieron 1.444 millones (un 8,8 % más). Dentro del primer grupo destacó el aumento de las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes, que superaron los 1.875 millones en el conjunto de 2025. Las comisiones por comercialización de IIC siguieron siendo muy importantes en valor absoluto, con 2.000 millones de euros, un 5,5 % de incremento.

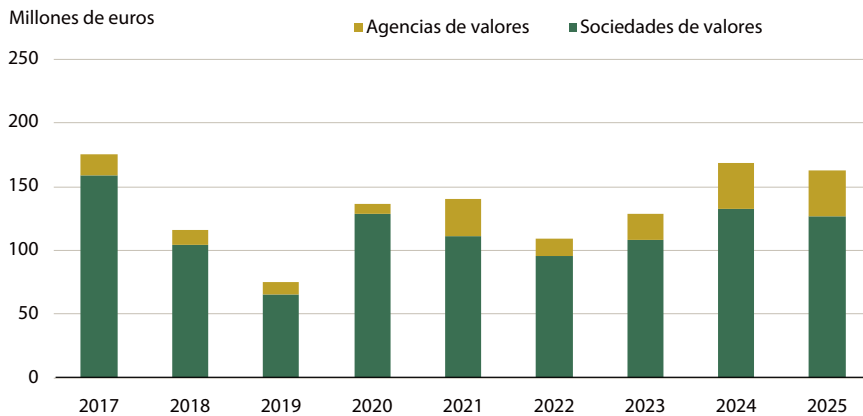
### Sociedades y agencias de valores

Al cierre de 2025 había un total de 103 sociedades y agencias de valores registradas en la CNMV, 4 más que en 2024. La mayoría de las entidades que prestaban servicios en la Unión Europea lo hicieron bajo la modalidad de libre prestación de servicios (60; 1 más que en 2024), mientras que el número de entidades que mantenían sucursales se mantuvo en 8. En el primer trimestre de 2025 se han producido 2 altas de agencias de valores, por lo que a finales de marzo el número total de sociedades y agencias de valores se situaba en 105.

El número de entidades extranjeras que prestan servicios de inversión en España se redujo en 34 en 2025, tras producirse 45 nuevas autorizaciones y 79 comunicaciones de baja. De esta forma, a finales de diciembre había un total de 841 entidades de este tipo, la mayor parte procedentes de Chipre y Alemania. De todas las entidades extranjeras, 793 estaban acogidas al régimen de libre prestación de servicios, mientras que 48 operaban mediante sucursal.

En 2025, por tercer año consecutivo, la actividad de prestación de servicios de inversión de las sociedades y agencias de valores continuó avanzando de manera notable. Se produjo un aumento de los ingresos en casi todas las actividades realizadas por estas entidades, que fue especialmente elevado (en términos relativos) en los relacionados con la gestión de carteras (+24,9 %, superando los 68 millones de euros) y en los relacionados con el asesoramiento en materia de inversión (+34,1 %, hasta casi 69 millones). Los ingresos por tramitación y ejecución de órdenes, que siguieron siendo los más importantes para estas entidades en términos absolutos, aumentaron un 27,2 %, situándose en 170,1 millones de euros.

A pesar del aumento de los ingresos percibidos, las sociedades y agencias de valores experimentaron un descenso del 3,6 % en sus beneficios antes de impuestos en 2025, hasta un importe de 163 millones de euros. Esta disminución fue consecuencia de una reducción en el margen de intereses y de un aumento en los gastos de explotación. La reducción del beneficio de las sociedades de valores fue del 4,4 %, mientras que la de las agencias de valores fue más leve (del 0,6 %) (véase gráfico 17).



Fuente: CNMV.

En la cuenta de resultados de las sociedades de valores lo más destacable fue el avance de las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes (+28,3 %, hasta 159,9 millones de euros), las de mayor importancia para estas entidades, y de las procedentes de la comercialización de IIC (+15,1 %, hasta 86,5 millones). También fue notable la consolidación de las comisiones procedentes de la gestión de carteras y del asesoramiento en materia de inversión, que han pasado de suponer menos del 5 % del total en 2021 al 17,5 % en 2025. Esto último también se observó en el caso de las agencias de valores, con aumentos del 19,6 % en las procedentes de la gestión de carteras y aún más, del 45,5 %, en las generadas por asesoramiento.

A pesar de la reducción de los beneficios, la rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios (ROE) del sector se incrementó durante 2025, al pasar del 12,5 % al 20,5 %<sup>39</sup>. Este avance se explica por la evolución de este indicador en el conjunto de las sociedades de valores (que aumentó del 11,0 % al 19,8 %), ya que en las agencias de valores disminuyó ligeramente (del 24,3 % al 23,3 %). Por otro lado, el número de entidades en pérdidas fue el mismo que el año anterior, 26<sup>40</sup>, 11 de las cuales eran sociedades de valores y 15 eran agencias (en 2024 fueron 10 sociedades de valores y 16 agencias), con un importe de pérdidas de 17,7 millones (18,9 en 2024).

En 2025 el sector continuó mostrando niveles de solvencia elevados en su conjunto: a finales de año el margen de recursos propios era 4,3 veces superior al volumen de recursos exigibles. Esta cifra está, en términos generales, en línea con la de ejercicios anteriores y, concretamente, con la de 2024 (4,4<sup>41</sup>). Como suele ser habitual, este margen de recursos propios fue, en general, mayor en las sociedades de valores que en las agencias: mientras que para las primeras el margen de cobertura agregado se situó en 5,4, para las segundas fue de 2,1. Cabe mencionar que, a pesar

39 Esta evolución se explica por el hecho de que en los datos de 2023 y 2024 los fondos propios de una sociedad de valores eran anormalmente altos. La disminución del capital de esta entidad en 2025 dio lugar a un aumento notable del ROE de las sociedades de valores.

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

41 Durante los últimos años, solo cabe destacar un dato anormalmente alto, en 2023, debido a una entidad cuyos fondos propios eran muy elevados (1.000 veces el mínimo exigido por la regulación).

de que los márgenes de solvencia son muy elevados en términos relativos, en términos absolutos se trata, por lo general, de importes no demasiado elevados.

### Empresas de asesoramiento financiero

En 2025 se produjo un aumento del número de EAF registradas en la CNMV, que pasaron de 88 a 95 (se produjeron 14 altas y 7 bajas). Por su parte, al cierre de 2025 había un total de 58 empresas de asesoramiento financiero nacionales (EAFN<sup>42</sup>), 6 más que el año anterior, al producirse 10 altas y 4 bajas. Durante el primer trimestre de 2026 se ha incrementado el número de EAFN en 1, mientras que el número de EAF no ha variado, de tal manera que al cierre de este había 95 EAF y 59 EAFN.

El patrimonio total asesorado por parte de los dos tipos de entidades fue de 21.122 millones de euros, un 22,8 % más respecto a 2024. Este avance se produjo tanto en el segmento de los clientes profesionales, que creció un 30,9 %, hasta los 10.125 millones de euros, como en el de los clientes minoristas, cuyo incremento fue del 16,2 %, hasta los 10.998 millones. En consecuencia, el segmento minorista siguió siendo algo más relevante que el profesional, aunque su participación se redujo respecto a 2024 (52,1 %, frente al 55,0 % del ejercicio anterior).

El beneficio conjunto de este tipo de entidades aumentó significativamente, al pasar de 6,7 millones de euros en 2024 a 12,3 millones en 2025. Este avance tuvo su origen en el aumento del número de contratos, que fue de un 31,3 %, al igual que de las comisiones percibidas por las EAF, que avanzaron un 22 %, situándose en 66,7 millones de euros.

### Principales magnitudes de las empresas de asesoramiento financiero CUADRO 9

Miles de euros

	2024	2025	% var. 25/24
<b>Número de entidades</b>	<b>140</b>	<b>153</b>	<b>9,3</b>
<b>Patrimonio asesorado<sup>1</sup></b>	<b>17.202.603</b>	<b>21.122.487</b>	<b>22,8</b>
Clientes minoristas	9.465.813	10.997.866	16,2
Clientes profesionales y otros	7.736.790	10.124.621	30,9
<b>Número de clientes<sup>1</sup></b>	<b>16.394</b>	<b>21.522</b>	<b>31,3</b>
Clientes minoristas	14.244	18.384	29,1
Clientes profesionales	2.150	3.138	46,0
<b>Comisiones percibidas</b>	<b>62.759</b>	<b>73.304</b>	<b>16,8</b>
Asesoramiento en materia de inversión	48.692	58.601	20,4
Elaboración de informes de inversiones y análisis financieros	8.479	10.493	23,8
Otras comisiones			
<b>Resultado del ejercicio</b>	<b>406</b>	<b>557</b>	<b>37,2</b>

1 Datos al final del periodo a valor de mercado.

42 Las EAFN, introducidas por la Ley 6/2023, son empresas con requerimientos más laxos, como un capital mínimo de 50.000 euros frente a 75.000 euros en el caso de las EAF, y la exención de requisitos de solvencia. Estas empresas solo pueden operar en España, al carecer de pasaporte de la Unión Europea.

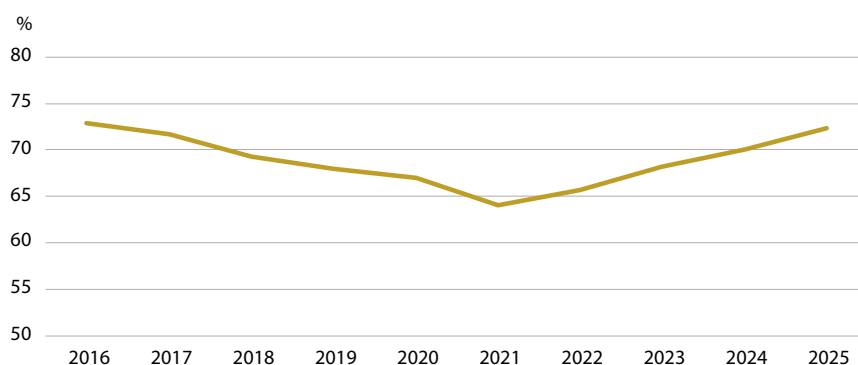
## Una visión complementaria de las entidades que prestan servicios de inversión

En este epígrafe se analiza la actividad de prestación de servicios de inversión en función del modelo de negocio principal de las entidades, en lugar de con base en el tipo de entidad. Habitualmente, la información sobre la actividad de prestación de servicios de inversión<sup>43</sup> se presenta en función del tipo de entidad que realiza la actividad (entidad de crédito, ESI o SGIIC), pero puede resultar de utilidad mostrarla poniendo el foco en el modelo de negocio de estas entidades y reflejando, de una forma más fidedigna, la realidad de esta industria. Así, en este epígrafe se diferencia entre la prestación de servicios de inversión realizada por parte de bancos que se podrían denominar *comerciales*, cuyos ingresos provienen mayoritariamente de la prestación de servicios bancarios típicos (depósitos, préstamos...) y la que realizan entidades que se pueden considerar especializadas en la prestación de servicios de inversión. Este último grupo estaría formado por ESI y sociedades gestoras de IIC (SGIIC) independientes (no filiales de grupos bancarios comerciales) y por bancos especializados en la provisión de servicios de inversión.

Los cálculos realizados muestran que en 2025 el 72,3 %<sup>44</sup> del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión en España<sup>45</sup> correspondió a bancos comerciales tradicionales o entidades pertenecientes a sus grupos. El restante 27,7 % fue desarrollado por entidades financieras especializadas en la prestación de servicios de inversión y sin vinculación con la banca comercial. Estas cifras muestran un aumento del peso de la banca comercial por cuarto año consecutivo, después de la tendencia descendente observada entre 2016 y 2021 (véase gráfico 18).

### Participación de las entidades financieras relacionadas con la banca comercial<sup>1</sup> en los ingresos totales derivados de la prestación de servicios de inversión<sup>2</sup>

GRÁFICO 18



Fuente: CNMV.

- 1 Este grupo de entidades incluye a los bancos comerciales (entendiendo por bancos comerciales aquellos que no están especializados en la provisión de servicios financieros) y a las ESI y SGIIC que pertenecen a ellos.
- 2 Incluye la actividad de gestión de IIC.

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

44 Este crecimiento se ve explicado, especialmente, por el aumento del peso de las comisiones por servicios de inversión dentro del total de comisiones de la banca comercial, que se ha incrementado progresivamente en los últimos años (en 2023 era del 26,9 % y en 2025 se situó en el 29,0 %).

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

## Perspectivas

Las perspectivas para las entidades que prestan servicios de inversión en España son moderadamente favorables, en un contexto de participación creciente de los inversores minoristas en los mercados. Las entidades de crédito seguirán desempeñando un papel esencial como principal canal de acceso de estos clientes a los servicios de asesoramiento, comercialización y gestión de carteras, aprovechando su amplia base de clientes y su capacidad de distribución. Por su parte, las empresas de servicios de inversión pueden seguir consolidando su relevancia en temas especializados: su enfoque en el asesoramiento independiente y su capacidad para ofrecer soluciones más personalizadas y orientadas a perfiles de inversor específicos. Ambas tipologías de entidades están llamadas a canalizar el nivel de ahorro de los hogares hacia inversiones diversificadas y adecuadas a su perfil de riesgo. A ello se une el marco regulatorio relacionado con los criptoactivos, MiCA, que establece un entorno armonizado para los criptoactivos y obliga a las entidades que presten servicios relacionados con estos instrumentos a adaptarse a nuevos requisitos de autorización, conducta y protección del inversor, incorporando estos cambios a su estrategia y a sus modelos de negocio.

### 3.3 Sociedades gestoras de IIC

En los 2 primeros meses de 2026 el patrimonio gestionado por las SGIIC se incrementó un 3,1 %, hasta alcanzar los 500.000 millones de euros<sup>46</sup>. El número de entidades pasó de 118 a 121 entre enero y marzo. Al igual que en años previos, la mayor parte del patrimonio gestionado correspondía a fondos de inversión mobiliarios nacionales (95 % del total). Independientemente de estas cifras, la comercialización de IIC extranjeras por parte de las sociedades gestoras nacionales ha ido aumentando de forma notable en los últimos años: en 2025 se incrementó un 21,7 % y alcanzó 37,5 millones de euros.

#### Sociedades gestoras de IIC: patrimonio gestionado, ingresos por gestión de IIC y corretaje medio CUADRO 10

Importes en millones de euros

	Patrimonio gestionado	Resultados antes de impuestos	Ingresos por comisiones de gestión de IIC	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones <sup>1</sup> (%)
2017	299.974	754.562	2.647	0,88	58,68
2018	290.364	1.115.425	2.649	0,91	51,24
2019	312.235	969.287	2.638	0,84	49,75
2020	311.043	908.970	2.551	0,82	49,72
2021	358.349	1.218.084	3.026	0,84	47,74
2022	332.387	1.034.036	2.832	0,85	50,49
2023	374.065	1.120.109	2.972	0,79	50,50
2024	429.414	1.348.376	3.393	0,79	50,37
2025	458.698	1.618.270	3.785	0,83	48,84

Fuente: CNMV.

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

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

Los beneficios agregados antes de impuestos de las SGIIC experimentaron un avance del 20,0 % en 2025, hasta 1.618 millones de euros, fruto del incremento del patrimonio gestionado. Esto dio lugar a un aumento del 13,3 % de las comisiones percibidas, dentro de las cuales las comisiones por gestión de IIC —las más relevantes, con más del 80 % del total— lo hicieron un 11,6 %, hasta casi 3.800 millones de euros. Este crecimiento, mayor que el del patrimonio gestionado, fue consecuencia del aumento de la comisión media de gestión, que alcanzó el 0,83 %, y permitió un aumento sustancial de la rentabilidad de las gestoras.

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

#### Capital riesgo

El sector del capital privado y el capital riesgo continuó creciendo en el primer trimestre de 2026, con un aumento en el número de vehículos registrados en la CNMV de 57, hasta alcanzar un total de 1.558. Las entidades que experimentaron un mayor crecimiento fueron los fondos de capital riesgo europeos (FCRE) que, en tan solo 3 meses, pasaron de 230 a 255 (en 2025 ya habían aumentado en 61<sup>47</sup>). También subió con fuerza el número de sociedades de capital riesgo (SCR) registradas, con 23 entidades más entre enero y marzo, tras un aumento de 111 entidades en 2025. El trimestre cerró con 655 entidades de este tipo. Cabe mencionar que las entidades de tipo cerrado (FICC y SICCC<sup>48</sup>), que habían experimentado un crecimiento muy importante entre 2020 y 2024, a partir de 2025, aunque han seguido aumentando, lo han hecho de forma muy moderada: entre enero de 2025 y marzo de 2026 hay registrados 10 vehículos más de este tipo.

Los datos correspondientes al cierre de 2025 muestran un importante avance del patrimonio conjunto de las entidades de inversión colectiva cerradas registradas en la CNMV, en concreto un 15,2 % en el año, superando los 56.000 millones de euros<sup>49</sup>. De este importe, el 81,7 % se correspondía con fondos y sociedades de capital riesgo tradicionales (53,4 % de los fondos y 28,3 % de las sociedades), casi 3 p.p. menos que 1 año antes. Por su parte, los fondos y sociedades de tipo cerrado (FICC y SICCC) representaban el 9,7 % del total, una proporción similar a la de 2024<sup>50</sup>.

---

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

48 Entidades contempladas en la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, que gozan de una elevada flexibilidad tanto en su política de inversión como en el cumplimiento de coeficientes de inversión, que son más restrictivos en el caso de las entidades de capital riesgo.

49 Datos provisionales de diciembre de 2025.

50 El 8,6 % restante se repartía entre las entidades de capital riesgo-pyme (FCR-pyme y SCR-pyme) y los fondos regulados a nivel europeo (FESE, FCRE y FILPE).

	Situación dic.-2024	Altas	Bajas	Situación dic.-2025	Altas	Bajas	Situación mar.-2026
Sociedades de capital-riesgo (SCR)	521	121	10	632	27	4	655
Fondos de capital-riesgo (FCR)	387	61	10	438	10	5	443
Sociedades de capital-riesgo pyme (SCR-pyme)	27	4	0	31	0	2	29
Fondos de capital-riesgo pyme (FCR-pyme)	17	3	0	20	1	0	21
<b>Total entidades de capital riesgo</b>	<b>815</b>	<b>162</b>	<b>25</b>	<b>952</b>	<b>36</b>	<b>4</b>	<b>984</b>
Fondos de inversión a largo plazo europeos (FILPE)	5	4	1	8	0	0	8
Fondos de capital-riesgo europeos (FCRE)	169	68	7	230	27	2	255
Fondos de emprendimiento social europeos (FESE)	12	3	0	15	2	0	17
Sociedades de inversión colectiva de tipo cerrado (SICC)	48	7	4	51	2	0	53
Fondos de inversión colectiva de tipo cerrado (FICC)	72	7	3	76	1	0	77
<b>Total entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC)</b>	<b>306</b>	<b>89</b>	<b>15</b>	<b>380</b>	<b>32</b>	<b>2</b>	<b>410</b>
<b>Total entidades</b>	<b>1.258</b>	<b>278</b>	<b>35</b>	<b>1.501</b>	<b>70</b>	<b>13</b>	<b>1.558</b>
<b>Sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado (SGEIC)</b>	<b>158</b>	<b>10</b>	<b>5</b>	<b>163</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>163</b>

Fuente: CNMV.

### Plataformas de financiación participativa (PFP)

Durante el primer trimestre de 2026 no se produjeron movimientos en el registro de proveedores de servicios de financiación participativa (PSFP) de la CNMV, por lo que a finales de marzo continuaban los mismos 27 registrados al cierre de 2025. De estos, 4 eran plataformas de valores, otros 6 de préstamos y los 17 restantes eran mixtos. Por otra parte, cabe mencionar que las plataformas de la Unión Europea (PSFPUE) que lo soliciten también pueden operar en España. En este caso, a finales del primer trimestre había 43 PSFPUE dados de alta, los mismos que al cierre del ejercicio anterior.

La financiación captada a través de los PSFP registrados en la CNMV, de importe relativamente bajo, ha crecido de forma notable en los últimos años. El avance fue de un 18,6 % en 2025, hasta situarse en 535,8 millones de euros. De esta cifra, el 77,2 % se captó a través de instrumentos de deuda y el 22,8 % restante, mediante instrumentos de capital. En cuanto a la tipología de los inversores, el 63,5 % eran minoristas (54,8 % en 2024), mientras que el 34,5 % eran inversores sofisticados y solo un 2,0 % se consideraban profesionales<sup>51</sup>.

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

## II Informes y análisis



# Modelos de lenguaje y mercados financieros: ¿Es necesario el factor humano?

Ricardo Crisóstomo (\*)  
Diana Mykhalyuk

(\*) Ricardo Crisóstomo y Diana Mykhalyuk pertenecen al departamento de Estudios y Estadísticas de la CNMV.

El contenido de este artículo refleja exclusivamente las opiniones de sus autores y no representa necesariamente la posición oficial de la CNMV ni de ninguna otra institución.



# Índice

1	Introducción	61
2	Contribuciones y relación con la literatura	63
	Literatura relacionada	64
3	Metodología	65
	3.1 Diseño experimental	65
	3.2 Diseño de <i>prompts</i>	65
	3.3 Método de evaluación	66
	3.4 Información regulada	68
4	Resultados	69
	4.1 Evaluación de la calidad del razonamiento	69
	4.2 Gestión de los fallos de razonamiento	70
	4.3 Rendimiento económico de las carteras generadas por LLM	72
5	Conclusión	81
6	Referencias	83
	Anexo 1 Versiones de los LLM durante el periodo de evaluación	85

## Índice de gráficos

Gráfico 1	Rendimiento agregado por subperiodo	79
Gráfico 2	Evolución de las versiones de los LLM durante el periodo de evaluación	85

## Índice de cuadros

Cuadro 1	Rendimiento económico y precisión de la clasificación	75
Cuadro 2	Indicadores de rendimiento por plataforma de LLM	76
Cuadro 3	Indicadores de rendimiento incluyendo la información regulatoria	78

# 1 Introducción

La rápida evolución y creciente accesibilidad de los modelos de lenguaje de gran tamaño (LLM, por sus siglas en inglés) está abriendo nuevas posibilidades en los mercados financieros. Los LLM se utilizan cada vez más para interpretar documentos financieros, identificar tendencias de mercado, extraer sentimiento o generar recomendaciones de inversión. Sin embargo, estas nuevas capacidades plantean una pregunta clave: ¿Pueden los LLM generar de forma autónoma predicciones de inversión fiables?

Tradicionalmente, el análisis financiero avanzado ha estado reservado a profesionales equipados con conocimiento experto, datos de mercado en tiempo real y herramientas especializadas. Pero los avances recientes en sistemas de inteligencia artificial (IA) —incluida la navegación web y la descarga de datos en tiempo real— están democratizando la inteligencia financiera. Al poder acceder y sintetizar datos de mercado en tiempo real, noticias de última hora y señales de sentimiento, los LLM están cada vez mejor posicionados para apoyar las estrategias de inversión. Este cambio tecnológico tiene el potencial de transformar la inversión en los mercados financieros, proporcionando herramientas analíticas a los inversores comparables a las de los profesionales financieros.

No obstante, el uso creciente de los LLM en los mercados financieros también plantea retos significativos. Como modelos de lenguaje, los LLM están diseñados para generar respuestas fluidas y seguras, incluso cuando sus razonamientos se basan en datos incorrectos, información sesgada o errores de cálculo. En consecuencia, los inversores sin experiencia o sin juicio crítico pueden confiar de forma indebida en las recomendaciones de la IA y utilizar las predicciones de los modelos sin comprender sus riesgos y limitaciones.



## 2 Contribuciones y relación con la literatura

Este trabajo analiza la capacidad actual de los LLM en los mercados financieros. Al examinar cómo diferentes modelos de lenguaje trabajan con datos de mercado en tiempo real y realizan razonamientos financieros complejos, este estudio realiza cinco contribuciones principales a la literatura:

- i) **Diseño de *prompts* y supervisión humana.** Se analiza en qué medida el diseño de la pregunta (*prompt*) y la intervención humana influyen en la fiabilidad de las predicciones de renta variable. El análisis compara tres estrategias de *prompting*: i) un enfoque conversacional simple (*naive*), en el que los modelos responden a consultas simples de los usuarios; ii) un marco estructurado que incorpora *inputs* contextuales e instrucciones de cálculo para apoyar el razonamiento del modelo y iii) un razonamiento en cadena (*chain-of-thought*), en el que se interactúa de forma iterativa con los modelos mediante supervisión humana para asegurar resultados coherentes.
- ii) **Uso de información en tiempo real.** Se evalúa cómo los LLM procesan e incorporan información financiera en tiempo real. En particular, se analiza si los modelos pueden aprovechar eficazmente *inputs* dinámicos —como noticias de última hora, precios de mercado e informes regulatorios— y cómo gestionan los desafíos derivados de fuentes de datos potencialmente incongruentes, desactualizadas o contradictorias.
- iii) **Comparación de plataformas LLM.** Se realiza una comparación de cuatro LLM —ChatGPT, Gemini, DeepSeek y Perplexity— evaluando tanto su calidad de razonamiento como el rendimiento de sus predicciones. El análisis cubre un periodo de evaluación de diez meses, recogiendo los resultados de los modelos en distintas condiciones de mercado y para diferentes versiones de *software*.
- iv) **Información regulatoria.** Se examina si fundamentar las recomendaciones de los LLM en información oficial que proporciona cada compañía mejora la precisión predictiva. Al evaluar el uso de información supervisada y estandarizada, se analiza el papel que los datos regulados —es decir, los datos suministrados por las empresas en cumplimiento de la regulación— y de elevada integridad pueden desempeñar en esta era emergente de la información y toma de decisiones impulsadas por la IA.
- v) **Taxonomía de fallos de razonamiento.** Finalmente, se analiza el comportamiento de distintos modelos y estrategias de *prompting* en tareas que requieren juicio experto, información contextual y cálculos en cadena. Esto permite desarrollar una taxonomía de fallos de razonamiento y proponer mecanismos prácticos para detectarlos, mitigarlos y gestionarlos en entornos reales.

## Literatura relacionada

Los LLM se utilizan cada vez más en finanzas, con aplicaciones que van desde el análisis de sentimiento hasta la predicción de resultados y la evaluación de cuestiones ambientales, sociales y de gobernanza —ASG— (Zhang et al., 2018; Araci, 2019; Sokolov et al., 2021). Su fortaleza reside en el procesamiento de datos textuales no estructurados y de elevado volumen, ofreciendo una ventaja frente a modelos econométricos tradicionales que no capturan matices lingüísticos ni señales contextuales (Hwang y Kim, 2017).

Las primeras aplicaciones del procesamiento del lenguaje natural (NLP) se basaban en enfoques de diccionario y sistemas de sentimiento basados en reglas (Antweiler y Frank, 2004; Loughran y McDonald, 2011). Avances posteriores introdujeron arquitecturas de aprendizaje profundo, incluidos los modelos tipo BERT aplicados al análisis y predicción de textos financieros (Araci, 2019; Liu et al., 2020). Araci (2019) muestra que las arquitecturas basadas en *transformers* extraen señales de narrativas financieras con mayor precisión que métodos anteriores. De forma similar, Ke et al. (2019) documentan el valor económico de la información textual, demostrando que el tono y el contexto de las informaciones (*disclosures*) corporativas son predictivos de rendimientos futuros.

Sobre esta base, los análisis recientes de LLM generativos en tareas financieras de alto impacto han arrojado resultados divergentes. Mientras que Pelster y Val (2024) encuentran que las recomendaciones de ChatGPT carecen de coherencia y son sensibles al diseño del *prompt*, Lopez-Lira y Tang (2023) demuestran que las valoraciones basadas en ChatGPT pueden superar a los proveedores tradicionales en pruebas de predictibilidad de rendimientos. Kim et al. (2024) muestran que los LLM pueden extraer información valiosa de los estados financieros —especialmente cuando se combinan con *inputs* estructurados—, mientras que Gupta et al. (2023) demuestran que fundamentar los LLM en información en tiempo real mejora la precisión de la predicción. Además, Cao et al. (2023) destacan que la colaboración humano-IA suele superar a cualquiera de los enfoques por separado, destacando el papel del juicio humano en la toma de decisiones complejas.

A pesar de estos avances, existen retos metodológicos e interpretativos importantes. Diseñados para priorizar la plausibilidad lingüística, los LLM pueden producir resultados fluidos pero engañosos (Bubeck et al., 2023; Ji et al., 2023). Wu et al. (2023) documentan alucinaciones en resúmenes financieros, mientras que Gilson et al. (2022) y Peng et al. (2023) reportan fallos en tareas intensivas de matemáticas y lógica.

## 3 Metodología

El diseño de este estudio replica las condiciones reales de inversión en los mercados financieros. En concreto, se solicita a cuatro plataformas LLM —ChatGPT, Gemini, DeepSeek y Perplexity— que generen predicciones de inversión para las acciones que puedan comportarse mejor que el mercado, utilizando *prompts* con distintos niveles de intervención humana. Todas las consultas siguen un protocolo estandarizado que se aplica de forma sistemática en las diferentes plataformas y fechas de evaluación.

### 3.1 Diseño experimental

El análisis se realiza durante un periodo de diez meses, desde abril de 2025 hasta enero de 2026. Para replicar la operativa real en los mercados financieros, se imponen límites de información estrictos: las consultas se realizan el primer día hábil de cada mes, con un corte de información fijado al final del mes anterior. Para cada acción considerada, se solicita a los LLM que calculen una puntuación normalizada basada en el rendimiento esperado de cada activo, utilizando tres estrategias de *prompting*.

Para asegurar la independencia, los *prompts* mensuales se inician en contextos conversacionales nuevos, lo que limita el arrastre de memoria y los sesgos acumulativos. Las puntuaciones se generan utilizando la versión del *software* disponible para cada LLM en el primer día de cada mes. Esto garantiza que las arquitecturas de modelo y la información empleada están alineadas en términos temporales, replicando las restricciones tecnológicas y de información que tienen los participantes del mercado. El anexo 1 recoge las versiones de los LLM utilizadas durante el periodo de evaluación.

### 3.2 Diseño de *prompts*

Se utilizan tres estrategias de *prompting* con distintos niveles de estructura analítica y supervisión humana: i) consulta simple, ii) *prompt* estructurado y iii) razonamiento *chain-of-thought* (CoT). Estas estrategias están diseñadas para cubrir diferentes tipos de inversores, desde inversores ocasionales hasta profesionales experimentados capaces de guiar activamente y refinar los resultados del modelo.

#### Consulta simple

La consulta simple emplea un *prompt* simple y no estructurado que aproxima cómo suelen interactuar los inversores ocasionales con los LLM conversacionales. Se instruye al modelo para actuar como gestor financiero y asignar a cada acción una puntuación en función de su rendimiento esperado en el intervalo  $[0, 1]$ . No se

proporciona ninguna indicación sobre el enfoque analítico, las métricas a utilizar ni las ponderaciones.

Por tanto, cada modelo determina libremente qué variables, criterios de evaluación y reglas de agregación aplicar, basándose únicamente en su razonamiento interno. Esta especificación captura el rendimiento base de los LLM, es decir, su capacidad para generar predicciones fiables en ausencia de instrucciones estructuradas, información contextual o supervisión humana.

### Consulta estructurada

El *prompt* estructurado introduce un marco analítico, información contextual y metodologías de cálculo similares a las utilizadas por los analistas financieros. Se instruye a los LLM para calcular las puntuaciones de cada acción basadas en seis categorías que influyen en el rendimiento de las acciones: i) valoración, ii) potencial de crecimiento, iii) salud financiera, iv) indicadores técnicos, v) riesgo macroeconómico y sectorial, y vi) sentimiento. Para cada categoría, se pide a los modelos que calculen dos métricas financieras de uso habitual y se proporcionan las ponderaciones para agregar los resultados en una puntuación estandarizada<sup>1</sup> [0, 1].

Se indica a los modelos que deben usar los datos más recientes disponibles dentro del corte temporal e incorporar tendencias y expectativas cuando sea posible. Este diseño evalúa la capacidad del modelo para seguir instrucciones precisas, ejecutar razonamientos secuenciales en múltiples pasos, procesar información heterogénea y sintetizar resultados intermedios en recomendaciones coherentes.

### Razonamiento *chain-of-thought*

El razonamiento CoT incorpora supervisión humana explícita mediante interacciones iterativas. Partiendo del resultado de la consulta estructurada, las respuestas de cada modelo se revisan de forma iterativa, corrigiendo incongruencias como los errores de cálculo, el uso de información desactualizada o la interpretación incorrecta de métricas financieras. El CoT proporciona una estimación del rendimiento alcanzable con intervención humana.

## 3.3 Método de evaluación

Se utiliza un método de evaluación que analiza tanto la integridad del razonamiento como el rendimiento de las predicciones de inversión generadas por LLM.

### 3.3.1 Calidad del razonamiento

En primer lugar, se evalúa la integridad del razonamiento de los resultados generados por los LLM. Esta evaluación se centra en distinguir entre la fluidez textual y la competencia analítica. Esta distinción es crítica, ya que las respuestas que parecen

---

<sup>1</sup> La lista completa de factores y ponderaciones empleadas puede consultarse en Crisóstomo y Mykhalyuk (2026).

plausibles, pero se basan en cálculos incorrectos, razonamientos defectuosos o *inputs* inventados carecen de valor informativo.

Al centrarse en cómo cada modelo construye, calcula y justifica sus predicciones, esta evaluación separa el proceso de razonamiento de los resultados del mercado. Por tanto, este análisis permite distinguir si el rendimiento obtenido por las predicciones de los modelos se basa realmente en su competencia analítica o simplemente se debe a coincidencias *ex post* con los movimientos del mercado.

### 3.3.2 Rendimiento económico

Tras evaluar la calidad del razonamiento de los LLM, se analiza el rendimiento de las señales de inversión generadas por los modelos.

#### Estrategia de *trading*

Para cada plataforma de LLM y diseño de *prompt*, se construye una cartera con posiciones largas y cortas basada en las puntuaciones de cada acción. Las posiciones se inician el primer día de negociación de cada mes y se mantienen hasta el último día de negociación. Este procedimiento genera diez ciclos mensuales de inversión, comprendidos entre abril de 2025 y enero de 2026. Al inicio de cada mes, las carteras se actualizan para reflejar la nueva información y las señales obtenidas para cada plataforma y estrategia.

#### Métricas de evaluación *ex ante*

Para evaluar el rendimiento de las señales generadas por los LLM, se emplean cuatro métricas complementarias que capturan conjuntamente el exceso de rentabilidad, el rendimiento ajustado por riesgo y la precisión de las predicciones:

- **Exceso de rentabilidad (*a*):** Mide la rentabilidad adicional de la cartera respecto al índice de referencia. Esta métrica considera la capacidad del LLM para seleccionar acciones que mejoren (para posiciones largas) o empeoren (para posiciones cortas) el movimiento general del mercado.
- **Ratio de información (IR):** Cuantifica la rentabilidad ajustada por riesgo de la cartera. Proporciona una medida estandarizada de si el exceso de rendimiento se obtiene sin una exposición desproporcionada a la volatilidad.
- **Precisión direccional:** Calcula la proporción de predicciones direccionales correctas en el conjunto completo de activos. Una predicción de mejor (peor) que el mercado se considera correcta si la rentabilidad total obtenida por la acción supera (es inferior a) la rentabilidad del mercado en el periodo correspondiente.
- **Puntuación F1 ponderada:** Es una medida general de la congruencia del modelo para identificar activos positivos y negativos. Al penalizar los fallos en la clasificación de activos, tanto los falsos positivos como los falsos negativos, el F1 permite obtener una medida equilibrada que representa en una única cifra

la congruencia estadística del modelo en la clasificación de activos positivos y negativos.

Una característica importante de la presente metodología es que las puntuaciones de todas las acciones se obtienen de forma estrictamente *ex ante*. Para cada mes  $t$ , las puntuaciones se generan en tiempo real el primer día de negociación con información restringida al cierre del mes anterior  $t - 1$ . Dado que las predicciones de los LLM se registran en tiempo real, este proceso ocurre sin conocimiento de lo que sucederá posteriormente en el mercado a fin de mes. Este protocolo garantiza una evaluación fuera de la muestra, elimina el sesgo de anticipación (*look-ahead bias*) y preserva la integridad temporal del análisis.

### 3.4 Información regulada

Además de las consultas simples, estructuradas y de tipo CoT, se evalúa si el uso de información oficial y regulada emitida por cada compañía puede mejorar la calidad y el rendimiento de las predicciones de inversión. La información de carácter regulatorio —diseñada para fomentar la transparencia, estandarización y comparabilidad— resulta especialmente relevante para analizar el papel que los datos estructurados y de alta integridad pueden desempeñar en la presente era emergente de procesamiento de datos y toma de decisiones impulsados por la IA.

Para cada empresa y consulta mensual, se incorpora la información oficial regulatoria publicada durante el mes anterior. Esta información se obtiene directamente de los repositorios de «Información privilegiada» y «Otra información relevante» del supervisor del mercado de valores español (CNMV). Además de comunicaciones específicas, la información regulada incluye los estados financieros anuales y semestrales, proporcionando a los modelos información actual, estandarizada y comparable para las acciones analizadas.

## 4 Resultados

A continuación, se presentan los resultados de la evaluación sistemática de plataformas de LLM. El análisis examina tanto la integridad del razonamiento de los modelos como el rendimiento de las carteras de inversión construidas a partir de señales generadas por dichos modelos.

### 4.1 Evaluación de la calidad del razonamiento

La integridad del razonamiento de los LLM es un requisito previo para generar recomendaciones de inversión fiables. En los mercados financieros —en los que los precios de los activos reaccionan rápidamente a noticias de última hora, revisiones de datos y cambios en el sentimiento— la coherencia interna, la validez temporal y la coherencia numérica son esenciales. Cuando las recomendaciones financieras se basan en información desactualizada, ratios mal interpretadas o cálculos erróneos, los análisis resultantes se vuelven poco fiables y pueden inducir a errores significativos.

No obstante, es importante reconocer la complejidad inherente de la tarea requerida. Con indicaciones (*prompts*) simples, a los LLM se les pide, en la práctica, generar un marco predictivo para los mercados financieros, una tarea especialmente difícil en economía. A través de *prompts* estructurados y de tipo CoT, los modelos deben obtener información en tiempo real, calcular y normalizar indicadores financieros (en ocasiones entre distintos marcos contables y divisas diversas), aplicar ponderaciones predefinidas e interpretar con precisión instrucciones específicas del dominio. En conjunto, estos requisitos constituyen una prueba exigente de las capacidades de razonamiento de los LLM, que se aproxima al flujo de trabajo analítico realizado por analistas de renta variable en entornos reales.

En general, la evaluación presente muestra que los LLM producen narrativas coherentes y persuasivas; sin embargo, bajo esta fluidez lingüística, se observan fallos recurrentes de razonamiento y cálculo. Las limitaciones de los LLM actuales se manifiestan en incongruencias en los datos recuperados, interpretaciones erróneas de variables financieras, errores computacionales y fallos de metarazonamiento, lo que genera una brecha significativa entre la plausibilidad textual y la precisión factual<sup>2</sup>. Aunque los errores no son omnipresentes y muchas tareas se ejecutan correctamente, la recurrencia de fallos de razonamiento en distintos modelos, estrategias de *prompting* y periodos de prueba plantea preocupaciones importantes sobre el uso autónomo de los LLM en la toma de decisiones financieras.

---

2 Para una taxonomía de los errores de razonamiento de los LLM, véase el cuadro 3 en Crisóstomo y Mykhalyuk (2026).

### Obtención de datos en tiempo real

La integridad de los datos obtenidos presenta limitaciones persistentes. A la hora de acceder a fuentes dinámicas, los resultados de los LLM contienen de forma recurrente cifras desactualizadas, incongruentes o incluso inventadas. Estas imprecisiones derivan de malinterpretaciones de la estructura de tablas, la mezcla de contenido antiguo con información reciente o la reutilización de datos obsoletos de consultas anteriores, lo que conduce a resultados que combinan periodos fiscales, divisas o incluso datos de distintas empresas como si fueran comparables.

### Interpretación financiera

Una segunda clase de errores implica fallos semánticos en el razonamiento financiero. Un problema recurrente es la interpretación incorrecta de ratios fundamentales. Por ejemplo, los LLM consideran erróneamente que valores más bajos de ratios como *price-to-earnings* (P/E) o *debt-to-equity* (D/E) son negativos, sin contemplar una posible infravaloración o menor apalancamiento. De esta manera, se generan métricas que inducen a errores en las comparaciones entre empresas.

### Procesamiento computacional

Incluso cuando la obtención de datos y la interpretación financiera son correctas, la ejecución cuantitativa puede fallar. Un problema destacado surge en la ponderación y agregación de métricas financieras. En múltiples casos, las puntuaciones por categoría —definidas como el promedio de dos indicadores subyacentes— se situaban fuera del rango matemáticamente posible. Otros fallos incluyen asignaciones inapropiadas de valores faltantes y la omisión o propagación incorrecta de resultados intermedios en cálculos de varias etapas.

### Metarrazonamiento y transparencia

La cuarta categoría abarca fallos de razonamiento de orden superior, incluidas las limitaciones en la introspección, la auditabilidad y la gestión de la complejidad. Al revisar errores, los modelos suelen ofrecer correcciones aparentemente seguras pero defectuosas que mantienen el error original, lo que sugiere unas capacidades de autoevaluación limitadas. En otros casos, los modelos muestran un razonamiento opaco, sin proporcionar una justificación clara, fundamentos o ponderaciones intermedias. Del mismo modo, al procesar documentos, los modelos presentan comportamientos de lectura incoherentes: no analizan el documento completo —a veces sin indicarlo— o responden algunas consultas de inmediato, mientras que tardan varios minutos en otras de complejidad comparable.

## 4.2 Gestión de los fallos de razonamiento

Los resultados evidencian una divergencia crítica: aunque los LLM muestran una fluidez lingüística excepcional, carecen de robustez en el razonamiento financiero. Dado que las explicaciones textuales parecen coherentes incluso cuando los resultados numéricos son incorrectos, los errores de los LLM a menudo pasan

desapercibidos, lo que genera una falsa impresión de precisión. Este fenómeno pone de manifiesto una *trampa de fluidez*, en la que la credibilidad retórica no implica integridad analítica.

#### 4.2.1 Progreso de los modelos (abril de 2025-enero de 2026)

A lo largo del periodo de evaluación, las capacidades de los modelos evolucionaron de forma sustancial. En abril de 2025, los LLM se encontraban en fases iniciales de integración de herramientas de navegación web y obtención de datos en tiempo real, y mostraban un razonamiento financiero limitado. Las iteraciones más recientes de los modelos presentan una mayor precisión aritmética, menores tasas de alucinación, mejor manejo de valores ausentes y mayor transparencia en los supuestos subyacentes. Además, las capacidades de razonamiento de orden superior —incluida la comprensión financiera, la coherencia interna y la auditabilidad— también han mejorado significativamente, lo que ha reducido los fallos de razonamiento.

Sin embargo, a pesar de estos avances, a enero de 2026 persisten las limitaciones en la obtención de datos, el procesamiento computacional y el metarrazonamiento. Estos hallazgos sugieren que los LLM aún no han alcanzado la robustez necesaria para su despliegue sin supervisión en entornos financieros de alto riesgo.

#### 4.2.2 Estrategias de mitigación

Para abordar los fallos de razonamiento se proponen cuatro principios prácticos de mitigación para flujos de trabajo cuantitativos basados en LLM. Aunque las aplicaciones institucionales pueden requerir marcos de gobernanza más formales, estos principios pueden reducir sustancialmente la incidencia de errores de razonamiento y mitigar la naturaleza estocástica de los LLM.

- i) **Imponer el principio de «muestra tu trabajo»:** Los *prompts* deben exigir que los modelos articulen explícitamente los pasos del razonamiento, los supuestos y los cálculos intermedios antes de presentar los resultados finales. Esta disciplina fomenta un razonamiento estructurado, en lugar de que el modelo converja prematuramente hacia conclusiones no fundamentadas. Esto reduce la probabilidad de *alucinaciones de cálculo*, es decir, la generación de cifras plausibles sin un cálculo adecuado. Además, esta transparencia facilita la supervisión humana al revelar fórmulas incongruentes, errores lógicos u omisiones de variables.
- ii) **Verificar la procedencia de los datos:** Se debe exigir a los modelos que proporcionen citas explícitas de las fuentes de datos (por ejemplo, URL, títulos de documentos, fechas de publicación o referencias a tablas) para todos los *inputs* numéricos. Vincular las afirmaciones cuantitativas a fuentes verificables reduce el riesgo de utilizar información desactualizada, malinterpretada o inventada, y permite la trazabilidad del origen de los datos. No obstante, estas citas también deben verificarse de forma independiente, ya que los LLM pueden *alucinar* referencias plausibles pero inexistentes o interpretar incorrectamente documentos legítimos.

- iii) **Realizar una validación iterativa:** En lugar de aceptar los resultados iniciales, los usuarios deben incorporar rutinas explícitas de validación. Mediante *prompting* recursivo o comprobaciones automatizadas, solicitar a los LLM la revisión de la coherencia interna y la precisión de sus resultados, verificando rangos numéricos, magnitudes acotadas y restricciones matemáticas. Esta evaluación transforma el papel del modelo de meramente generativo a evaluativo, descubriendo errores como promedios imposibles, cálculos incongruentes u omisiones de pasos intermedios.
- iv) **Incorporar supervisión humana en el bucle (*human-in-the-loop*):** Dada la trampa de fluidez, mediante la cual un lenguaje convincente puede ocultar deficiencias analíticas, la supervisión humana sigue siendo un principio de gobernanza fundamental. Más allá de la validación mecánica, la supervisión experta es esencial para evaluar la coherencia semántica y contextual, verificar las definiciones de métricas y reconciliar discrepancias entre fuentes de datos conflictivas.

### 4.3 Rendimiento económico de las carteras generadas por LLM

#### 4.3.1 ¿Pueden los LLM superar al mercado?

Para cada combinación LLM-*prompt*, se construye una cartera de posiciones largas y cortas que se rebalancea mensualmente. Cada mes, la estrategia toma posiciones largas en los cinco componentes del Ibex 35 con mayores puntuaciones *ex ante* de exceso de rendimiento y posiciones cortas en los cinco con menores puntuaciones. El rendimiento financiero se evalúa en términos de exceso de rentabilidad respecto al índice de referencia Ibex 35 y rendimiento ajustado al riesgo, medido mediante la ratio de información. El cuadro 1 presenta las métricas de rendimiento para cada combinación modelo-*prompt*.

**Consultas simples.** Se comienza examinando el contenido predictivo de *prompts* simples y conversacionales. En todas las plataformas de LLM, estas consultas generan un exceso de rentabilidad media mensual del 0,35 %, estadísticamente próximo a cero. Como consecuencia, el rendimiento ajustado al riesgo también es débil, con ratios de información muy por debajo de los niveles habitualmente considerados significativos en la literatura de valoración de activos (IR mensual = 0,06). Estos resultados sugieren que las consultas simples, características de los inversores minoristas o no informados (por ejemplo, «¿Qué acciones debería comprar?»), carecen de poder predictivo relevante y no mejoran ni la rentabilidad ni el perfil de riesgo de una estrategia pasiva de referencia.

**Prompts estructurados.** A continuación, se analiza si guiar a los modelos con *prompts* que proporcionan contexto y estructura analítica mejora el rendimiento económico de las carteras generadas por LLM. Los resultados muestran que proporcionar información específica del dominio, como indicadores financieros clave, instrucciones para usar datos recientes o esquemas de ponderación, mejora la coherencia del razonamiento y reduce la ambigüedad y el ruido informativo.

Bajo *prompts* estructurados, el exceso de rentabilidad medio aumenta hasta el 2,24 % mensual, una mejora sustancial respecto a las consultas simples. Cabe

destacar que tanto Perplexity como Gemini logran excesos de rentabilidad estadísticamente significativos al nivel del 1 %. Facilitar instrucciones explícitas también mejora el rendimiento ajustado al riesgo, con un IR agregado que asciende a 0,58. De forma similar, el estadístico *t* medio aumenta hasta 2,16, frente a 0,18 en los *prompts* simples.

Sin embargo, las consultas estructuradas sin supervisión presentan una notable heterogeneidad entre modelos. Mientras que Perplexity y Gemini alcanzan rentabilidades estadísticamente significativas, ChatGPT y DeepSeek muestran un rendimiento más débil, con un IR medio de 0,37 y rentabilidades en exceso no significativas (estadísticos *t* de 1,41 y 1,22, respectivamente). Esta dispersión es coherente con los errores de razonamiento documentados en el epígrafe 4.1. Dado que los fallos de razonamiento suelen propagarse a los resultados finales en entornos sin supervisión, el uso autónomo de LLM genera una *inestabilidad del rendimiento*, en la que ciertas versiones del modelo, periodos temporales o consultas específicas se ven afectados negativamente por incongruencias financieras o errores de cálculo, lo que da lugar a un rendimiento inestable.

**Razonamiento tipo cadena de pensamiento (CoT).** El mejor rendimiento se obtiene cuando el *prompting* estructurado se combina con revisión iterativa y supervisión humana. Bajo razonamiento CoT, las carteras de inversión alcanzan un exceso de rentabilidad medio mensual del 3,04 % y un IR ajustado al riesgo de 0,68, el más alto entre todas las estrategias de *prompting*. Además, las cuatro plataformas de LLM generan rentabilidades estadísticamente significativas, con un estadístico *t* medio de 2,45.

Dado que el *prompting* CoT se basa en los resultados de consultas estructuradas, las mejoras adicionales no pueden atribuirse únicamente a avances en el razonamiento del modelo. Más bien, las mejoras obtenidas reflejan un marco colaborativo humano-IA. Al exigir que los modelos externalicen sus procesos de razonamiento, los fallos analíticos se vuelven transparentes y pueden corregirse de forma sistemática.

En concreto, las mejoras del CoT operan a través de dos mecanismos complementarios. En primer lugar, los *prompts* CoT facilitan la autocorrección de los LLM al exigir explícitamente los pasos analíticos intermedios, lo que reduce la probabilidad de que los modelos omitan restricciones lógicas o lleguen a conclusiones no fundamentadas. En segundo lugar, la mayor transparencia permite a los supervisores identificar y corregir los errores, evitando así su propagación.

### 4.3.2 Precisión de clasificación y F1-score

Para complementar el análisis a nivel de cartera, se evalúa si los LLM clasifican correctamente acciones individuales en todo el conjunto de activos. En lugar de centrarse en los quintiles extremos (las acciones con mayor y menor puntuación), este análisis evalúa la precisión predictiva en todo el universo del Ibex 35.

El cuadro 1 presenta la precisión de clasificación y los F1-scores para los distintos modelos y estrategias de *prompting*. Las consultas simples alcanzan una precisión de 0,554 y un F1-score de 0,525, lo que indica un contenido predictivo

moderado pero positivo. En línea con los resultados a nivel de cartera, estas métricas sugieren que los *prompts* simples extraen señales que superan el rendimiento de un clasificador aleatorio. Sin embargo, la mejora respecto a una estrategia aleatoria es limitada y sigue siendo vulnerable a fallos de razonamiento, lo que restringe el valor económico de este tipo de consultas para la toma de decisiones de inversión.

Los *prompts* estructurados mejoran la precisión media hasta 0,579 y elevan el *F1-score* a 0,543. Estas mejoras confirman que una guía analítica explícita aumenta la capacidad de los modelos para distinguir entre activos con exceso de rendimiento y aquellos con un rendimiento inferior. No obstante, persiste una dispersión significativa entre modelos y periodos temporales. Por ejemplo, a lo largo del periodo muestral, la precisión direccional oscila entre 0,343 y 0,714 para ChatGPT y entre 0,371 y 0,714 para DeepSeek, lo que evidencia la heterogeneidad de resultados en las consultas sin supervisión.

El mejor rendimiento de clasificación vuelve a observarse bajo *prompting* CoT. Aunque la precisión direccional (0,571) es comparable con la de los *prompts* estructurados, la dispersión es menor y el *F1-score* aumenta hasta 0,552. Esta mejora refleja una gestión más eficaz de los errores de clasificación asimétricos, un aspecto especialmente relevante en estrategias de compra de acciones, en las que los falsos positivos (es decir, la clasificación errónea de acciones con bajo rendimiento como si fuera alto) pueden resultar particularmente costosos. Bajo *prompting* CoT, el *F1-score* para identificar acciones con exceso de rendimiento aumenta en más de un 6 % respecto a las consultas simples y en un 5 % respecto a los *prompts* estructurados sin supervisión.

**Resumen sobre la ingeniería de *prompts*.** En conjunto, los resultados obtenidos tanto de las carteras de inversión como de las pruebas de clasificación transversal indican que es posible superar al mercado utilizando las tecnologías actuales de LLM. Sin embargo, la persistencia y propagación de errores de razonamiento comprometen de forma significativa la fiabilidad de los despliegues autónomos. En entornos sin supervisión, estos fallos suelen pasar desapercibidos y se traducen directamente en decisiones financieras erróneas, lo que deteriora el rendimiento y aumenta el riesgo y la inestabilidad.

En consecuencia, los resultados sugieren que la supervisión humana sigue siendo un componente esencial en aplicaciones financieras robustas. En lugar de funcionar como agentes autónomos, los LLM parecen ser más efectivos en trabajos supervisados, en los que el juicio experto actúa como una capa de validación que mitiga los fallos del modelo y garantiza resultados económicamente coherentes.

## Rendimiento económico y precisión de la clasificación

CUADRO 1

Modelo/Prompt	Naïve	Structured	CoT
<b>Panel A – Exceso de rendimiento (mensual)</b>			
ChatGPT	-0,0072 (-0,585)	0,015 (1,406)	0,030** (2,020)
DeepSeek	0,0069 (0,445)	0,024 (1,224)	0,027* (1,675)
Gemini	0,0094 (0,618)	0,028*** (2,894)	0,030*** (3,120)
Perplexity	0,0050 (0,263)	0,023*** (3,129)	0,035*** (3,007)
<b>Estrategia del prompt</b>	<b>0,0035</b>	<b>0,022</b>	<b>0,030</b>
<b>Panel B – Ratio de información (mensual)</b>			
ChatGPT	-0,15	0,41	0,61
DeepSeek	0,13	0,34	0,56
Gemini	0,18	0,86	0,89
Perplexity	0,083	0,70	0,65
<b>Estrategia del prompt</b>	<b>0,060</b>	<b>0,58</b>	<b>0,68</b>
<b>Panel C – Precisión direccional</b>			
ChatGPT	0,569	0,569	0,543
DeepSeek	0,549	0,569	0,549
Gemini	0,546	0,571	0,586
Perplexity	0,551	0,609	0,606
<b>Estrategia del prompt</b>	<b>0,554</b>	<b>0,579</b>	<b>0,571</b>
<b>Panel D – F1-score</b>			
ChatGPT	0,527	0,524	0,528
DeepSeek	0,526	0,534	0,534
Gemini	0,525	0,546	0,567
Perplexity	0,521	0,568	0,579
<b>Estrategia del prompt</b>	<b>0,525</b>	<b>0,543</b>	<b>0,552</b>

Fuente: Elaboración propia.

\*, \*\*, y \*\*\* indican significatividad estadística a niveles del 10 %, 5 %, y 1 %, respectivamente. El estadístico t se indica entre paréntesis y se calcula mediante el método de Newey–West (1987) con un retraso para tener en cuenta la heterocedasticidad y la autocorrelación.

### 4.3.3 Comparación (benchmarking) de plataformas LLM

A continuación, se comparan las cuatro plataformas de LLM tanto en términos de rentabilidad de cartera como de métricas de clasificación. El cuadro 2 resume el rendimiento agregado por plataforma de LLM en términos de exceso de rentabilidad, ratio de información, precisión de clasificación y F1-score.

En general, **Perplexity** se posiciona como el modelo con mejor rendimiento en la mayoría de las métricas. Logra elevados excesos de rentabilidad medios mensuales tanto bajo *prompts* estructurados como CoT (2,3 % y 3,5 %, respectivamente),

acompañados de ratios de información sólidas (0,70 y 0,65). Este rendimiento financiero se refleja también en los resultados de la clasificación transversal, en la que Perplexity obtiene la mayor precisión (0,589) y el F1-score más alto (0,556). La congruencia entre rentabilidad de cartera y clasificación estadística sugiere que Perplexity es especialmente eficaz en la extracción de señales predictivas y su traducción en resultados económicamente relevantes. Esta ventaja es coherente con su arquitectura orientada a la búsqueda, que integra mecanismos de recuperación de información junto con el modelado del lenguaje.

**Gemini** ocupa el segundo lugar, superando a ChatGPT y DeepSeek en la mayoría de las dimensiones. Proporciona altos excesos de rendimiento, ratios de información sólidas y métricas de clasificación robustas. Aunque no alcanza el máximo rendimiento de Perplexity en cuanto a clasificación estadística, Gemini destaca especialmente en configuraciones sin supervisión, donde logra las mayores rentabilidades y mejor rendimiento ajustado al riesgo. Esto refleja una menor incidencia de fallos en consultas no supervisadas y una respuesta fiable a instrucciones analíticas.

**ChatGPT** se sitúa en tercer lugar y muestra una alta sensibilidad al diseño del *prompt*. Mientras que los *prompts* estructurados y CoT generan un rendimiento económico sólido, las consultas simples producen rendimientos e IR negativos (véase cuadro 2). En contraste, las métricas de clasificación se mantienen competitivas incluso bajo *prompting* simples. Esta divergencia sugiere que, en ausencia de guía analítica y supervisión humana, ChatGPT tiene dificultades para traducir señales direccionales en rentabilidades de cartera congruentes.

Por último, **DeepSeek** presenta el perfil de rendimiento más conservador. Aunque genera excesos de rentabilidad positivos en todas las estrategias de *prompting*, queda sistemáticamente por detrás de otras plataformas en cuanto a rendimiento ajustado al riesgo y calidad de clasificación. Cabe destacar que DeepSeek muestra resultados más débiles bajo *prompts* CoT —entorno en el que otros modelos obtienen sus mayores mejoras—. Este patrón sugiere que, incluso con consultas supervisadas, DeepSeek no alcanza un rendimiento de inversión robusto y fiable.

**Indicadores de rendimiento por plataforma de LLM**

CUADRO 2

Modelo	Exceso de rendimiento	Ratio de información	Precisión direccional	F1-score
ChatGPT	0,013	0,29	0,560	0,526
DeepSeek	0,019	0,35	0,555	0,531
Gemini	0,022	0,64	0,568	0,546
Perplexity	0,021	0,48	0,589	0,556

Fuente: Elaboración propia.

#### 4.3.4 Impacto de la documentación regulatoria

A continuación, se analiza si la incorporación de información procedente de informes regulatorios en el proceso de inversión mejora la calidad y el rendimiento de las recomendaciones generadas por LLM. Dado que los informes regulatorios están estandarizados y constituyen fuentes de información de elevada integridad,

representan un mecanismo natural de fundamento para los modelos de lenguaje. En consecuencia, se espera que este tipo de información mejore el razonamiento de los modelos al reducir la ambigüedad, aumentar la comparabilidad entre empresas y limitar la dependencia de narrativas incompletas.

El cuadro 3 presenta las métricas de rendimiento de carteras construidas con y sin el uso de información regulatoria. La cartera basada en informes regulatorios se implementa como un refinamiento de la señal a nivel de empresa, obtenida mediante el promedio entre la puntuación derivada de dichas publicaciones y la calculada bajo *prompts* simples, estructurados y CoT. Las carteras que incorporan documentación regulatoria logran mejoras en el rendimiento ajustado al riesgo —especialmente en las ratios de información (IR)— así como una mayor precisión de clasificación y mejores *F1-scores*. En particular, la IR de las consultas basadas en Perplexity aumenta en más de 17 puntos porcentuales, mientras que la de las consultas basadas en ChatGPT crece en torno a 10 puntos. Además, la precisión direccional en los distintos modelos y estrategias de *prompting* mejora de 0,568 a 0,579.

Dado que los *prompts* sin estructura analítica ni orientación son más vulnerables a fallos de razonamiento, la inclusión de información regulatoria genera las mayores mejoras en las consultas simples. Empíricamente, fundamentar los *prompts* simples en informes regulatorios incrementa el exceso de rentabilidad mensual del 0,35 % al 1,02 % y la IR de 0,06 a 0,19. De forma similar, la precisión direccional mejora de 0,554 a 0,579, mientras que los *F1-scores* aumentan de 0,525 a 0,553.

Los informes regulatorios también mejoran el rendimiento bajo estrategias de *prompting* más sofisticadas. Para la mejor combinación modelo-*prompt*, Perplexity con *prompting* CoT, el exceso de rentabilidad mensual aumenta del 3,5 % al 4,0 %, lo que genera una rentabilidad acumulada en exceso del 40,2 % sobre el índice de referencia en nuestro periodo de diez meses. Excluyendo los resultados de DeepSeek, que reflejan limitaciones en el procesamiento de documentos extensos, todas las métricas de rendimiento agregadas mejoran cuando se incorpora documentación regulatoria. Estos resultados indican que incluso en consultas mejoradas mediante razonamiento estructurado y supervisión iterativa, fundamentar las predicciones de los LLM en informes estandarizados y de alta integridad refuerza aún más el contenido informativo de las señales generadas por los modelos.

En contraste, DeepSeek constituye una excepción destacada. A diferencia del patrón general, su rendimiento empeora cuando se incorporan informes regulatorios. El análisis diagnóstico sugiere que este deterioro se debe a limitaciones en el procesamiento de documentos extensos: DeepSeek a menudo no logra analizar completamente los informes, generando resúmenes simplificados que no extraen de forma fiable la información relevante para la toma de decisiones. Esta divergencia pone de relieve una implicación importante en términos de gobernanza: incluso cuando los datos de entrada son relevantes y de alta calidad, no se garantiza la fiabilidad de las salidas de los LLM. El apoyo contextual mejora el valor informativo, pero solo si los modelos pueden procesar eficazmente los datos subyacentes y si su uso está respaldado por una validación rigurosa y una supervisión adecuada.

Indicador	Simple		Estructurada		CoT	
	Independ.	Con doc. reg. (excl. DeepSeek)	Independ.	Con doc. reg. (excl. DeepSeek)	Independ.	Con doc. reg. (excl. DeepSeek)
Exceso de rendimiento	0,004	0,010 (0,018)	0,022	0,017 (0,027)	0,030	0,020 (0,029)
Ratio de información	0,06	0,20 (0,36)	0,58	0,44 (0,69)	0,68	0,37 (0,50)
Precisión direccional	0,554	0,579 (0,590)	0,579	0,589 (0,589)	0,571	0,571 (0,575)
F1-score	0,525	0,553 (0,561)	0,543	0,557 (0,556)	0,552	0,555 (0,560)

Fuente: Elaboración propia.

### 4.3.5 Rendimiento a lo largo del tiempo

Para evaluar con mayor profundidad si los LLM pueden extraer señales de inversión coherentes, se divide el periodo de evaluación en dos subperiodos. Esta partición nos permite analizar la coherencia del rendimiento de los modelos a lo largo del tiempo, evaluar el impacto de arquitecturas actualizadas y determinar si los resultados anómalos pueden atribuirse a versiones anteriores de los sistemas LLM.

El gráfico 1 presenta las métricas de rendimiento por subperiodo tanto para *prompts* independientes como para configuraciones que incorporan publicaciones regulatorias. En general, se observan mejoras claras y congruentes a lo largo del tiempo en todas las estrategias de *prompting*, lo que sugiere que las sucesivas actualizaciones de los modelos han mejorado la calidad predictiva de las señales de inversión generadas por LLM.

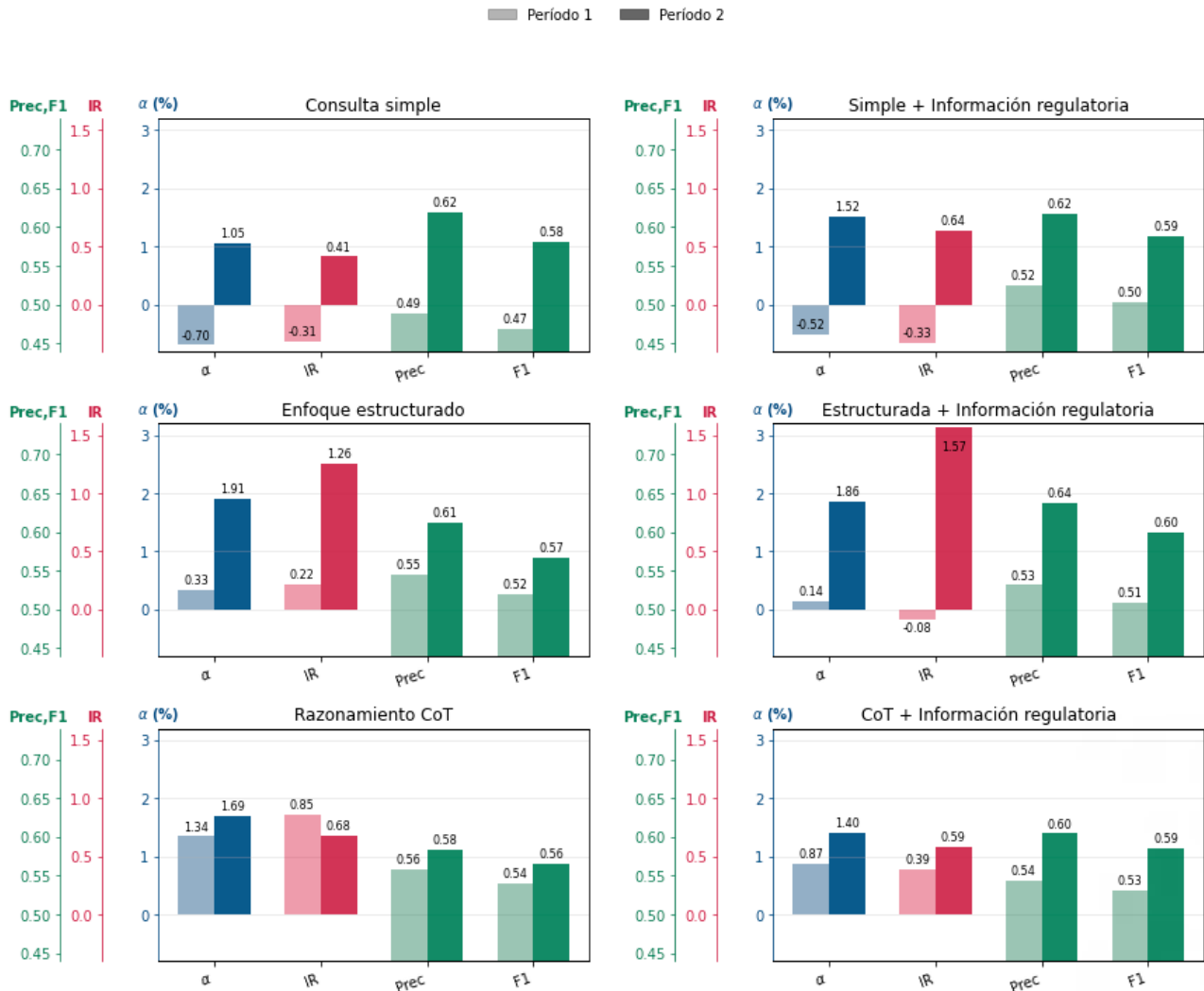
La mejora es especialmente relevante en el caso de **DeepSeek**, que con anterioridad mostraba un rendimiento inferior en todas las configuraciones. En las consultas independientes, el rendimiento de DeepSeek mejora en todas las métricas de evaluación, con los mayores avances en exceso de rentabilidad (de 0,64 % a 3,2 % en el segundo subperiodo) y precisión de clasificación (de 0,526 a 0,585). Además, las limitaciones en el procesamiento de documentos regulatorios densos parecen haberse mitigado parcialmente en las versiones más recientes del modelo. Aunque los excesos de rentabilidad siguen siendo inferiores a los de las plataformas líderes, pasan a ser positivos en todas las configuraciones de *prompting*. Cabe destacar que la ratio de información para consultas de DeepSeek que incorporan informes regulatorios aumenta de -0,52 a 0,18 en el segundo subperiodo, lo que indica una mejora sustancial.

No obstante, las actualizaciones de los modelos no eliminan los fallos de razonamiento. Incluso a principios de 2026, persisten errores analíticos y computacionales recurrentes en distintas plataformas y estrategias de *prompting*. Estos fallos pueden generar resultados materialmente incorrectos que, a su vez, conducen a decisiones financieras adversas. En consecuencia, aunque las mejoras de rendimiento son significativas, los resultados subrayan la necesidad continua de mecanismos sólidos de validación y gobernanza. El uso de *prompts* estructurados, la integración contextual, el empleo de datos de alta integridad y la supervisión experta

continua son componentes esenciales para un uso fiable. En ausencia de estas medidas, los LLM actuales siguen siendo vulnerables a fallos que comprometen la calidad e integridad de la toma de decisiones financieras.

### Rendimiento agregado por subperiodo

GRÁFICO 1



Fuente: Elaboración propia.

#### 4.3.6 Tamaño de la muestra y configuraciones de software

Los resultados de rendimiento presentados en las secciones anteriores deben interpretarse teniendo en cuenta dos limitaciones importantes: el horizonte de evaluación relativamente corto —limitado a diez observaciones mensuales— y la rápida evolución de los modelos de lenguaje de gran tamaño. Durante el periodo del presente análisis, los proveedores de modelos introdujeron actualizaciones frecuentes en las arquitecturas subyacentes, los mecanismos de obtención de información y las restricciones de seguridad. Estas modificaciones afectan tanto al comportamiento de razonamiento del modelo como a la información disponible en cada fecha de evaluación, lo que dificulta las comparaciones homogéneas.

Dado que los horizontes temporales cortos limitan la potencia estadística de la inferencia convencional, se requiere cautela al interpretar las estimaciones puntuales. En consecuencia, la evaluación de este trabajo adopta una perspectiva holística, que enfatiza la robustez entre estrategias de *prompting*, la homogeneidad entre modelos y subperiodos, y la coherencia entre el rendimiento estadístico y económico, en lugar de basarse en cifras individuales.

No obstante, estas limitaciones no restan valor a la contribución del estudio. Una aplicación en tiempo real durante diez meses en mercados financieros constituye la evaluación más prolongada hasta la fecha de estrategias de inversión basadas en LLM. Además, el objetivo no es establecer estimaciones definitivas de rendimiento ni formular afirmaciones incondicionales sobre la capacidad de los modelos. Más bien, se busca evaluar si —y en qué condiciones— las señales generadas por LLM pueden lograr rentabilidades significativas y fiables en un entorno de mercado real. En este sentido, la evidencia presentada en este estudio aporta información relevante sobre las condiciones necesarias para obtener resultados coherentes de los LLM y las medidas requeridas para su implementación efectiva.

## 5 Conclusión

Este trabajo evalúa si los modelos de lenguaje de gran tamaño pueden generar predicciones bursátiles económicamente fiables. Mediante una comparación sistemática de modelos, estrategias de *prompting* y fuentes de información, se analiza si —y en qué condiciones— las señales generadas por LLM pueden ofrecer rentabilidades ajustadas al riesgo superiores a las de las referencias pasivas.

Los resultados muestran que los LLM tienen la capacidad potencial de batir al mercado. Sin embargo, este rendimiento no es ni automático ni robusto en entornos de uso autónomo. Tras evaluar los resultados de cuatro modelos avanzados —ChatGPT, Gemini, DeepSeek y Perplexity—, se observa que todos ellos presentan fallos de razonamiento recurrentes que incluyen errores computacionales, interpretaciones financieras incorrectas y uso de información desactualizada o inventada. Cuando estos errores no se corrigen, se trasladan a las decisiones de inversión, lo que genera resultados inestables en términos de rentabilidad y errores económicamente relevantes.

Asimismo, se muestra que el uso de fuentes de información oficial y regulada mejora la precisión de las predicciones. Frente al contenido de la web abierta —que a menudo incluye narrativas contradictorias, interpretaciones sesgadas o inexactitudes—, la información regulada reduce el ruido informativo y facilita la comparación entre empresas, permitiendo un razonamiento más coherente.

De cara al futuro, los resultados de este estudio indican que la integración de la IA en los mercados financieros no constituye únicamente un reto tecnológico, sino también organizativo. Para que la capacidad generativa de estos modelos se traduzca en resultados fiables, resulta necesario establecer un marco colaborativo en el que la potencia de procesamiento de la IA esté sujeta a procesos de verificación rigurosos y a una validación humana que permita mitigar los riesgos asociados.



## 6 Referencias

- Antweiler, W. y Frank, M. Z. (2004). «Is all that talk just noise? The information content of Internet stock message boards». *Journal of Finance*, Vol. 59, n.º 3, pp. 1.259-1.294. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00662.x>
- Araci, D. (2019). *FinBERT: Financial sentiment analysis with pre-trained language models*. arXiv. <https://arxiv.org/abs/1908.10063>
- Bsharat, S. M., Myrzakhan, A. y Shen, Z. (2023). *Principled instructions are all you need for questioning LLaMA-1/2, GPT-3.5/4*. arXiv preprint arXiv:2312.16171.
- Bubeck, S., Chandrasekaran, V., Eldan, R., Ge, R., Horel, T., Kimbrough, S. y Zhang, Y. (2023). *Sparks of artificial general intelligence: Early experiments with GPT-4*. arXiv preprint arXiv:2303.12712.
- Cao, S., Jiang, W., Wang, J. y Yang, B. (2023). «From man vs. machine to man + machine: The art and AI of stock analyses». *Journal of Financial Economics*, Vol. 148, n.º 1, pp. 1-27. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2024.103910>
- Crisóstomo, R. y Mykhalyuk, D. (2026). *Large Language Models and Stock Investing: Is the Human Factor Required?* CNMV, Documento de trabajo n.º 96.
- Gilson, A., Safranek, C. W., Huang, T., Socrates, V., Chi, L., Taylor, R. A. y Chartash, D. (2022). *How well does ChatGPT do on the medical licensing exams? The implications of large language models for medical education and knowledge assessment*. medRxiv. <https://doi.org/10.1101/2022.12.23.22283901>
- Gupta, R., Li, Y., Liu, S. y Zhang, J. (2023). *Language models for finance: Evaluating GPT-4's reasoning in financial analysis*. arXiv preprint arXiv:2305.13928.
- Hwang, B. H. y Kim, S. (2017). «It pays to have friends: Social ties and executive compensation». *Journal of Financial Economics*, Vol. 93, n.º 1, pp. 138-158.
- Ji, Z., Lee, N., Frieske, R., Yu, T., Su, D., Xu, Y. y Fung, P. (2023). «Survey of hallucination in natural language generation». *ACM Computing Surveys*, Vol. 55, n.º 12, pp. 1-38. <https://doi.org/10.1145/3571730>
- Ke, Z. T., Kelly, B. T. y Xiu, D. (2019). *Predicting returns with text data*. National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper n.º 26.186. <https://doi.org/10.3386/w26186>
- Kim, A. G., Muhn, M. y Nikolaev, V. V. (2024). *Financial statement analysis with large language models*. arXiv preprint. <https://doi.org/10.48550/arXiv.2407.17866>

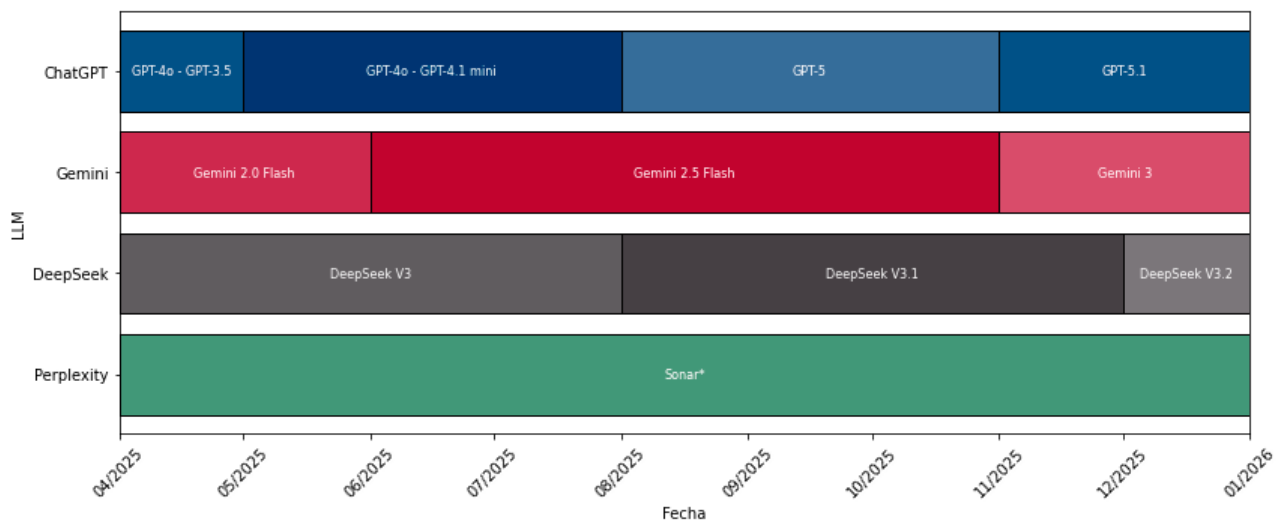
- Liu, Z., Wang, H. y Zhou, M. (2020). *FinBERT: A pre-trained financial language representation model for financial text mining*. In *Proceedings of the Twenty-Ninth International Joint Conference on Artificial Intelligence (IJCAI 2020)*. <https://www.ijcai.org/Proceedings/2020/622>
- Lopez-Lira, A. y Tang, Y. (2023). *Can ChatGPT forecast stock price movements? Return predictability and large language models*. arXiv preprint arXiv:2304.07619
- Loughran, T. y McDonald, B. (2011). «When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks». *Journal of Finance*, Vol. 66, n.º 1, pp. 35-65. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01625.x>
- Pelster, M. y Val, J. (2024). *Can ChatGPT assist in picking stocks? Finance Research Letters*, 59, 104786. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104786>
- Peng, B., Galley, M., He, P., Cheng, H., Xie, Y., Hu, J. y Gao, J. (2023). *Check your facts and try again: Improving large language models with external knowledge and automated feedback*. arXiv preprint arXiv:2302.12813
- Sokolov, A., Mostovoy, J., Ding, J. y Seco, L. (2021). *Building machine learning systems for automated ESG scoring*. *The Journal of Impact and ESG Investing*, Vol. 1, n.º 3, pp. 39-50. <https://www.pm-research.com/content/pmrjesg/1/3/39>
- Wu, D., Zhang, T., Wu, L. y Liang, Y. (2023). *Do LLM understand financial reports? A comprehensive evaluation*. arXiv preprint arXiv:2306.05420
- Zhang, L., Wang, S. y Liu, B. (2018). «Deep learning for sentiment analysis: A survey». *Wiley Interdisciplinary Reviews: Data Mining and Knowledge Discovery*, Vol. 8, n.º 4, e1253. <https://doi.org/10.1002/widm.1253>

## Anexo 1 Versiones de los LLM durante el periodo de evaluación

Este anexo presenta las versiones de los modelos de lenguaje utilizadas a lo largo del periodo de evaluación. De acuerdo con la implementación en tiempo real del estudio, las versiones de los modelos corresponden a aquellas disponibles en cada fecha de evaluación. El gráfico 2 resume la evolución de las versiones de los modelos en las distintas plataformas a lo largo del tiempo.

**Evolución de las versiones de los LLM durante el periodo de evaluación**

GRÁFICO 2



Fuente: Elaboración propia.



# Euribor, de índice interbancario a referencia crucial en el sistema financiero europeo

## Función, retos y evolución en el nuevo entorno de índices de referencia

María José Gómez Yubero (\*)

(\*) María José Gómez Yubero es la responsable del área de Índices de Referencia en la Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales de la CNMV.

Este artículo se basa en el documento ocasional de la CNMV *Tres décadas de Euribor: viabilidad y perspectivas de evolución*, elaborado conjuntamente con Ignacio Ollero García-Agulló y Miguel Palomero Aguilar, algunas de cuyas principales conclusiones se sintetizan y desarrollan aquí.

El contenido de este artículo refleja exclusivamente las opiniones de sus autores y no representa necesariamente la posición oficial de la CNMV ni de ninguna otra institución.



# Índice

Resumen	91
1 Introducción	93
2 De los mercados interbancarios al Euribor actual	95
3 La reforma de los índices de referencia y el nuevo entorno financiero	97
4 Cómo funciona hoy el Euribor y por qué sigue siendo relevante	99
Quién lo administra	99
Los bancos del panel	99
Cómo se calcula	100
Utilidad económica	101
5 Fortalezas, límites y retos del Euribor	105
6 Posibles líneas de evolución del Euribor	107
7 Conclusiones	111
Referencias	113

## Índice de gráficos

Gráfico 1	Comparación Euribor 12m y referencias basadas en el €STR (a 12 meses)	102
Gráfico 2	Euribor 3m vs. MMSR	108

## Índice de cuadros

Cuadro 1	Ventajas y limitaciones del Euribor: solidez frente a eficiencia	106
----------	--	-----

## Índice de ilustraciones

Ilustración 1	Evolución del Euribor: cronograma regulatorio y de mercado	95
Ilustración 2	Composición del panel de contribuidores del Euribor	100
Ilustración 3	Evolución metodológica del Euribor (2019-2024)	101

## Resumen

El Euribor ha experimentado una profunda transformación tras la reforma internacional de los índices de referencia, reforzando su gobernanza, metodología y supervisión. A pesar del desarrollo de tasas libres de riesgo como el €STR, el Euribor mantiene una utilidad económica diferenciada como índice a plazo y de carácter prospectivo, especialmente relevante en el crédito minorista y en la gestión de riesgos financieros. Este artículo analiza su funcionamiento actual, sus principales fortalezas y limitaciones, y las posibles líneas de evolución orientadas a mejorar su eficiencia y sostenibilidad, en un contexto de cambios estructurales en los mercados monetarios.



# 1 Introducción

Cuando se cumplen casi tres décadas desde el nacimiento del Euribor y más de un año desde la desaparición definitiva del LIBOR, resulta oportuno revisar el papel que sigue desempeñando el principal índice de referencia del sistema financiero europeo. La reforma internacional de los índices de referencia, impulsada tras la crisis financiera global y los episodios de manipulación de *benchmarks*, transformó profundamente el marco de gobernanza, metodología y supervisión de estos índices. Sin embargo, mientras que el LIBOR fue progresivamente eliminado y sustituido por tipos libres de riesgo, en Europa se optó por preservar el Euribor mediante una reforma integral.

Esta decisión respondió a una realidad económica y financiera específica: la elevada dependencia del sistema europeo de un índice prospectivo común —especialmente en el crédito minorista a tipo variable— en determinados contratos de largo plazo y en la gestión del riesgo de tipo de interés. El Euribor no fue mantenido por inercia, sino porque seguía cumpliendo una función económica que no podía ser sustituida plenamente por referencias *overnight* libres de riesgo, como el €STR.

El documento ocasional publicado por la CNMV, *Tres décadas de Euribor: viabilidad y perspectivas de evolución*<sup>1</sup>, analiza precisamente esta cuestión: si la decisión europea de conservar el Euribor fue adecuada y si, tras las reformas acometidas, el índice sigue siendo necesario y sostenible a medio y largo plazo. El presente artículo resume sus principales conclusiones y plantea una reflexión sobre el equilibrio entre continuidad, solidez metodológica, eficiencia y estabilidad financiera.

La tesis central es que el Euribor continúa siendo una referencia esencial para determinados segmentos del sistema financiero europeo, pero su continuidad exige afrontar retos estructurales todavía presentes. Entre ellos destacan la reducción de la actividad en los mercados monetarios no garantizados, los costes asociados a la participación en el panel de entidades contribuidoras, el problema del *free rider* (aprovechamiento sin contribución) y la necesidad de explorar soluciones que permitan reforzar la eficiencia del índice sin debilitar su credibilidad.

Desde esta perspectiva, el artículo examina, en primer lugar, el origen y la evolución del Euribor; a continuación, la respuesta internacional y europea a la crisis de los *benchmarks*; posteriormente, su funcionamiento actual, con especial atención a su gobernanza, metodología, representatividad y utilidad económica, y, finalmente,

---

1 Gómez Yubero, M. J., Ollero García-Agulló, I. y Palomero Aguilar, M. (2026), [Tres décadas de Euribor: viabilidad y perspectivas de evolución](#), CNMV, Documento ocasional. Febrero.

sus principales ventajas, limitaciones y posibles líneas de evolución futura, en particular el eventual pleno aprovechamiento de las transacciones reportadas al Money Market Statistical Reporting (MMSR) del Banco Central Europeo (BCE) como vía para reforzar su sostenibilidad.

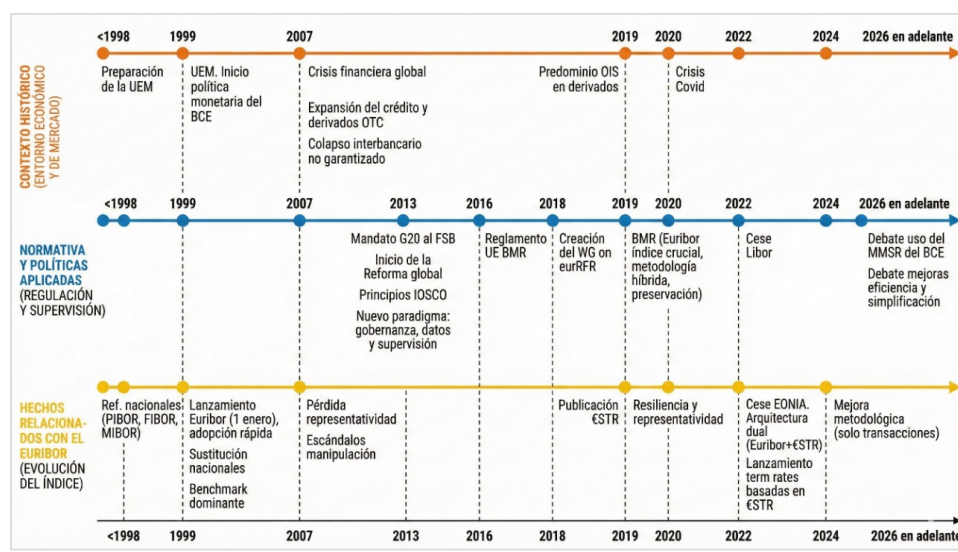
## 2 De los mercados interbancarios al Euribor actual

El Euribor se define como el tipo de interés al que las entidades de crédito pueden obtener financiación mayorista en euros en el mercado monetario no garantizado y a distintos plazos: 1 semana, 1 mes, 3 meses, 6 meses y 12 meses.

Este índice ha sido y sigue siendo uno de los principales tipos de interés de referencia en el sistema financiero europeo, en un entorno en el que coexiste con otras referencias como el €STR. Su uso está ampliamente extendido en la valoración de instrumentos financieros denominados en euros, tanto derivados como instrumentos de deuda, así como en préstamos a empresas y hogares, incluidas las hipotecas, y en la medición del rendimiento de los fondos de inversión. El volumen de instrumentos financieros y préstamos referenciados al Euribor se estima en más de 100 billones de euros, lo que pone de manifiesto su relevancia sistémica<sup>2</sup>.

### Evolución del Euribor: cronograma regulatorio y de mercado

ILUSTRACIÓN 1



Fuente: Elaboración propia.

Su creación está estrechamente vinculada al proceso de integración monetaria europea. Antes de la introducción del euro, el mercado monetario estaba fragmentado en torno a referencias nacionales —como el PIBOR en Francia, el FIBOR en Alemania o el MIBOR en España—, lo que dificultaba la comparación de precios y la transmisión homogénea de la política monetaria. La puesta en marcha de la Unión Económica y Monetaria exigía, por tanto, una referencia común que reflejara de forma integrada las condiciones de financiación en la nueva zona euro.

2 EMMI (2026).

En este contexto, el Euribor fue lanzado el 1 de enero de 1999, coincidiendo con el inicio del euro, como tipo de referencia para los plazos superiores a 1 día, junto con el EONIA para el segmento *overnight*. Su función era proporcionar un indicador homogéneo del coste de financiación interbancaria y facilitar la transmisión de la política monetaria del BCE al conjunto de la economía.

Durante la primera década del euro, el Euribor se consolidó rápidamente como referencia central en los mercados financieros europeos. Su uso se generalizó en hipotecas, préstamos corporativos, emisiones de deuda a tipo variable y contratos de derivados, en un entorno de fuerte crecimiento del crédito y elevada liquidez. En países como España, su adopción fue especialmente intensa, debido a la preferencia estructural por los préstamos a tipo variable<sup>3</sup>.

La importancia de los índices interbancarios alcanzó una dimensión sistémica a escala global. Antes de la crisis financiera, un volumen extraordinariamente elevado de contratos estaban referenciados a índices como el Euribor o el LIBOR, lo que los convirtió en infraestructuras críticas para el funcionamiento del sistema financiero internacional.

Sin embargo, la crisis financiera global iniciada en 2007 puso de manifiesto importantes vulnerabilidades. La contracción de la liquidez en el mercado interbancario y el aumento del riesgo percibido provocaron una divergencia significativa entre los tipos interbancarios y los tipos oficiales, reflejando tensiones en el sistema financiero. Posteriormente, los casos de manipulación detectados entre 2011 y 2013 evidenciaron las limitaciones del modelo de cálculo basado en estimaciones de los bancos y desencadenaron una profunda pérdida de confianza en estos índices, en un contexto de ausencia de regulación y supervisión específicas en este ámbito.

Estos acontecimientos marcaron un punto de inflexión y dieron lugar a un proceso global de reforma de los índices de referencia, que transformó su gobernanza, metodología y supervisión. En el caso del Euribor, este proceso no condujo a su desaparición, sino a su adaptación, sentando las bases de su configuración actual.

---

3 El crédito hipotecario en España ha estado históricamente dominado por el Euribor. En 2015, el saldo vivo ascendía a unos 692.500 millones de euros (64 % del PIB), con más del 90 % de los préstamos a tipo variable, casi todos referenciados a este índice. Aunque ha aumentado el peso de las hipotecas fijas y mixtas, en junio de 2025 los préstamos variables ligados al Euribor aún representan alrededor del 46 % sobre un volumen superior a 600.000 millones de euros. Además, se trata de una cartera de largo plazo, con una vida media remanente superior a los 18 años.

### 3 La reforma de los índices de referencia y el nuevo entorno financiero

En respuesta a estos problemas, el G20 impulsó a partir de 2013 una reforma coordinada a escala internacional, encargando al Financial Stability Board (FSB) la revisión de los principales índices de referencia. Este proceso dio lugar a un nuevo paradigma basado en tres pilares: el refuerzo de la gobernanza y los controles, el uso preferente de datos de transacciones reales y una mayor implicación de las autoridades públicas en la supervisión.

En este contexto, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) publicó sus *Principles for Financial Benchmarks*<sup>4</sup>, que establecen estándares internacionales en materia de gobernanza, calidad de los datos, transparencia y rendición de cuentas. Estos principios marcaron el paso desde un modelo basado en la autorregulación del sector privado hacia un modelo de regulación con mayores exigencias de control y supervisión.

La reforma se articuló en torno a dos grandes líneas de actuación complementarias. Por un lado, el refuerzo de los índices interbancarios existentes, mediante la mejora de sus metodologías y la reducción de la dependencia de estimaciones subjetivas. Por otro, el desarrollo de nuevas referencias basadas en tipos de interés libres de riesgo (*risk-free rates*), contruidos a partir de transacciones reales y con menor exposición al riesgo de crédito bancario.

En la zona euro, este segundo eje se materializó en la creación del €STR, que sustituyó progresivamente al EONIA como referencia *overnight* del mercado monetario. El €STR, lanzado en 2018 por el BCE, se consolidó como una tasa robusta y plenamente basada en datos observables, convirtiéndose en la piedra angular del nuevo ecosistema de referencias en euros.

Sin embargo, la introducción de tasas libres de riesgo no eliminó la necesidad de contar con referencias a plazo de carácter prospectivo. Mientras que el €STR es una tasa a 1 día y de cálculo retrospectivo, el Euribor proporciona un tipo a distintos plazos conocido al inicio del periodo, lo que resulta especialmente relevante para productos como los préstamos hipotecarios a tipo variable o determinados instrumentos de gestión de riesgos.

En este contexto, se ha impulsado el desarrollo de tasas a plazo basadas en el €STR con el objetivo de aproximar algunas de las funcionalidades del Euribor. Por un lado, el BCE publica tasas retrospectivas calculadas mediante la capitalización compuesta del €STR (Compounded €STR), que reflejan el coste de financiación a lo

---

4 IOSCO (2013).

largo de un periodo ya transcurrido y se consideran metodológicamente robustas, al basarse exclusivamente en datos observados. Por otro lado, han surgido tasas a plazo de carácter prospectivo, calculadas por entidades privadas a partir de precios de mercado de instrumentos derivados sobre el €STR. Entre ellas destaca el EFTERM, desarrollado por el propio administrador del Euribor, que ofrece tipos a distintos plazos conocidos al inicio del periodo.

No obstante, estas tasas prospectivas han sido objeto de un uso prudente por parte de las autoridades. El FSB ha subrayado que deben emplearse únicamente cuando resulte estrictamente necesario y preferentemente fuera de los mercados de derivados, con el fin de evitar la recreación de vulnerabilidades similares a las observadas en los antiguos IBOR. En este sentido, su utilización como referencia o mecanismo de respaldo en determinados contratos de efectivo se considera compatible con la estabilidad financiera, siempre que el núcleo del sistema continúe apoyándose en tasas *overnight* o en referencias compuestas de carácter retrospectivo.

Por ello, en la zona euro se ha configurado un enfoque de coexistencia entre un Euribor reformado y un conjunto de referencias basadas en el €STR. Este modelo multirreferencia permite atender a las distintas necesidades del mercado, combinando la solidez metodológica de las tasas libres de riesgo con la utilidad económica de los índices prospectivos. Asimismo, esta configuración contribuye a mantener una estrecha conexión entre las referencias de mercado y la política monetaria del BCE, favoreciendo la transmisión de sus decisiones a las condiciones financieras y, en última instancia, a la actividad económica.

En paralelo, la Unión Europea desarrolló un marco regulatorio específico con la aprobación del Reglamento europeo sobre índices de referencia (BMR<sup>5</sup>). Este instrumento incorpora los principios internacionales al derecho de la Unión y establece exigencias rigurosas para administradores, contribuidores y usuarios de índices, reforzando la supervisión y la transparencia. En este nuevo entorno, el Euribor fue objeto de una profunda reforma, adoptando una metodología híbrida basada prioritariamente en datos de transacciones reales y sometándose a un régimen de autorización y supervisión reforzada. Por su importancia sistémica, el índice está calificado como referencia crucial y queda, en consecuencia, sujeto a las exigencias más estrictas previstas en dicho marco normativo.

Como resultado, la reforma de los índices de referencia no ha conducido a la sustitución de unos índices por otros, sino a la construcción de un sistema más diverso y resiliente. La coexistencia entre el Euribor y las tasas basadas en el €STR refleja este equilibrio entre continuidad, innovación y estabilidad financiera, y constituye el punto de partida para analizar el funcionamiento actual del índice.

---

5 Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2016, sobre los índices utilizados como referencia en los instrumentos financieros y en los contratos financieros o para medir la rentabilidad de los fondos de inversión, y por el que se modifican las Directivas 2008/48/CE y 2014/17/UE y el Reglamento (UE) n.º 596/2014.

## 4 Cómo funciona hoy el Euribor y por qué sigue siendo relevante

Tras el proceso de reforma impulsado a nivel internacional y europeo, el Euribor ha experimentado una transformación profunda en su diseño y funcionamiento, orientada a reforzar su solidez, transparencia y representatividad. En la actualidad, el índice se configura como un *benchmark* regulado, sujeto a un marco de gobernanza y supervisión exigente en el contexto del BMR.

### Quién lo administra

Desde el punto de vista institucional, el Euribor es administrado por el European Money Markets Institute (EMMI), responsable de su definición, cálculo y publicación. Su funcionamiento se articula en torno a un sistema de controles internos y externos que incluye órganos de supervisión independientes, auditorías periódicas y la participación de un colegio de supervisores, en línea con los estándares internacionales establecidos por IOSCO y el BMR. Este marco ha permitido reforzar significativamente la confianza en el índice tras los episodios de la década pasada.

### Los bancos del panel

El cálculo del Euribor se basa en las transacciones ejecutadas en el mercado monetario no garantizado del euro y comunicadas diariamente al administrador por un panel de entidades de crédito que participan activamente en este mercado. La adhesión a este panel es de carácter voluntario y está sujeta al cumplimiento de un estricto código de obligaciones que establece requisitos en materia de controles internos, prevención de conflictos de intereses y auditoría, tanto interna como externa, así como a la supervisión de esta actividad por parte de las autoridades nacionales competentes.

En la actualidad, el panel está formado por 20 entidades, establecidas en 11 países de la zona euro, entre los que se encuentran las principales economías, y concentra cerca de la mitad de los activos bancarios de la zona euro. Además, incluye a la mayoría de las grandes entidades consideradas sistémicas a nivel global, especialmente activas en los mercados monetarios mayoristas, lo que contribuye a garantizar la representatividad del mercado subyacente.



Fuente: EMMI.

### Cómo se calcula

En sus primeras etapas, el Euribor se calculaba a partir de estimaciones declarativas de las entidades contribuidoras, basadas en su juicio experto sobre el coste al que podrían obtener financiación en el mercado interbancario. Este enfoque, adecuado en un contexto de mercados líquidos y estables, incorporaba un elevado grado de subjetividad y una fuerte dependencia del comportamiento individual de los panelistas. La crisis financiera global puso de manifiesto las limitaciones de este modelo, especialmente en un entorno de menor actividad y mayor tensión, en el que la ausencia de transacciones suficientes y los incentivos a conductas oportunistas evidenciaron la necesidad de una reforma profunda del índice.

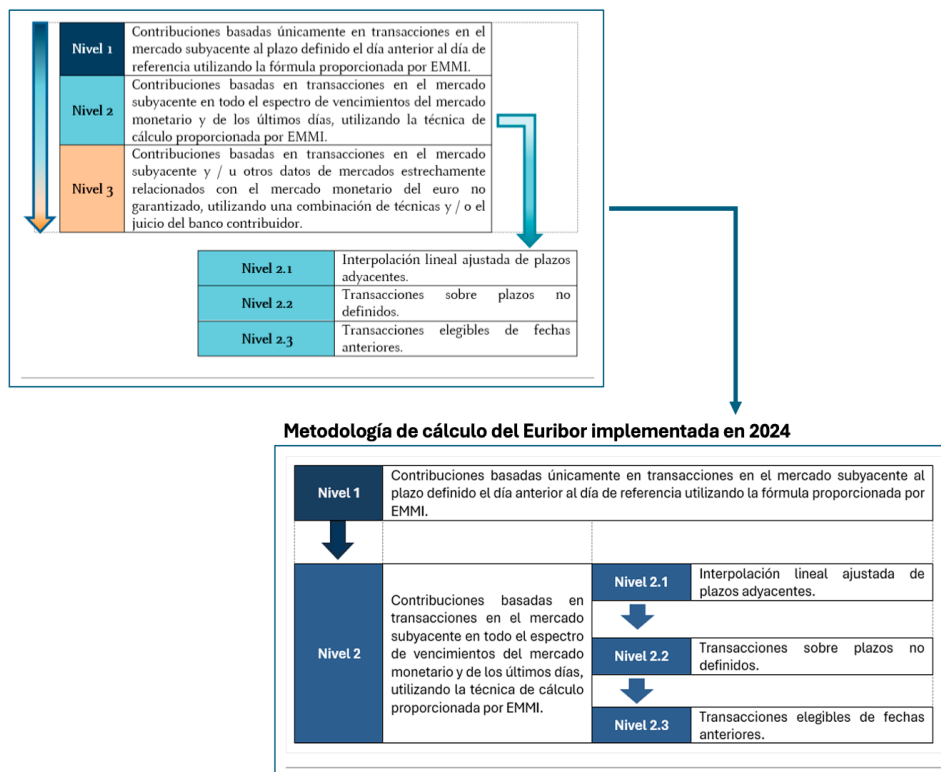
La introducción de la metodología híbrida en 2019 supuso un punto de inflexión, al incorporar de forma estructural el uso prioritario de transacciones reales como base del cálculo y relegar las estimaciones a un papel residual. Este enfoque reforzó la representatividad económica del Euribor y su capacidad para reflejar las condiciones efectivas del mercado. Posteriormente, la revisión metodológica culminada en 2024 profundizó esta evolución, al eliminar por completo el recurso al juicio experto de las entidades del panel mediante la supresión del nivel 3 de

contribución. Desde entonces, el índice se determina exclusivamente a partir de datos de transacciones y procedimientos de cálculo predefinidos aplicados por el administrador, lo que ha reforzado de forma significativa la objetividad, transparencia y trazabilidad del Euribor, al tiempo que ha reducido los riesgos y costes asociados para las entidades contribuidoras.

El paso del modelo inicial al actual sistema basado íntegramente en datos de mercado se muestra de forma sintética en la siguiente ilustración.

### Evolución metodológica del Euribor (2019-2024)

ILUSTRACIÓN 3



Fuente: EMMI.

En definitiva, la metodología adoptada refuerza la resiliencia del Euribor. Al basarse en transacciones reales, pero manteniendo mecanismos de cálculo para situaciones de menor actividad, asegura la representatividad del índice incluso en contextos de estrés, como los provocados por el exceso de liquidez, los cambios regulatorios o la creciente relevancia de otras fuentes de financiación.

### Utilidad económica

El Euribor mantiene una gran utilidad económica, sobre todo por su naturaleza prospectiva. A diferencia de las tasas basadas en el €STR con enfoque retrospectivo, como el Compounded €STR calculado por el BCE, el Euribor proporciona tipos a plazo que incorporan tanto las expectativas del mercado como una prima de riesgo de crédito bancario. Esto resulta especialmente relevante en préstamos hipotecarios y otros contratos que exigen conocer el tipo al inicio del periodo.

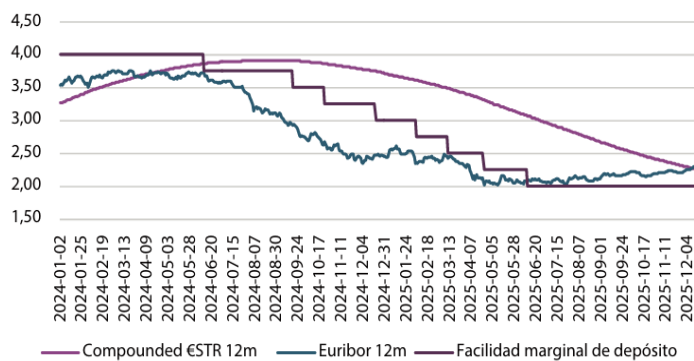
El Euribor a 12 meses, en su versión de media mensual (conocido como Euribor hipotecario) utilizada en los contratos hipotecarios en España, suaviza la volatilidad diaria, proporcionando estabilidad a los consumidores sin perder la señal de mercado. Además, la normativa europea y española requieren que el tipo aplicable en contratos de crédito esté determinado antes del periodo de devengo, lo que favorece el uso de índices prospectivos a plazo, como el Euribor, frente a referencias *backward-looking*, cuyo valor solo se conoce una vez transcurrido el periodo de cálculo.

La comparación con el EFTERM, índice prospectivo basado en el €STR, muestra una alta correlación, pero la diferencia de nivel responde principalmente a la prima de crédito incorporada en el Euribor. Si el EFTERM se utilizara como referencia principal o como *fallback*, sería necesario incorporar un *spread* de crédito para garantizar la neutralidad económica y gestionar adecuadamente el riesgo.

Como se ilustra en el gráfico 1, el €STR y el Euribor cumplen funciones complementarias. Mientras que el €STR y sus índices derivados reflejan el pasado cercano, el Euribor incorpora las expectativas de mercado y las condiciones de financiación. Incluso en eventuales transiciones, cualquier referencia prospectiva basada en el €STR requeriría ajustes para preservar esa neutralidad.

**Comparación Euribor 12m y referencias basadas en el €STR (a 12 meses)** GRÁFICO 1

**Gráfico 1.1. Euribor 12m vs. Compounded €STR 12m y FMD**



**Gráfico 1.2. Euribor 12m vs. EFTERM 12m y FMD**

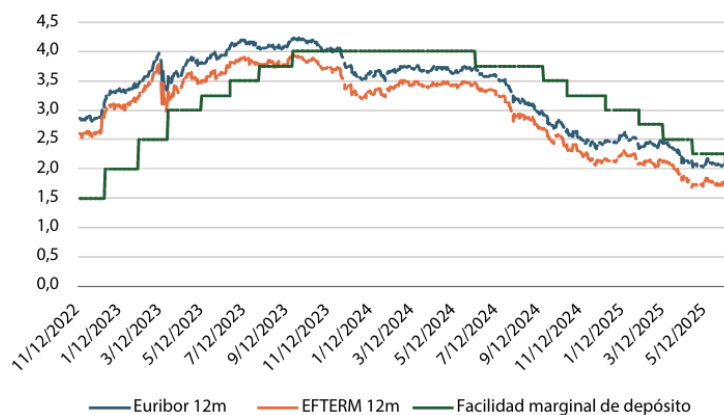
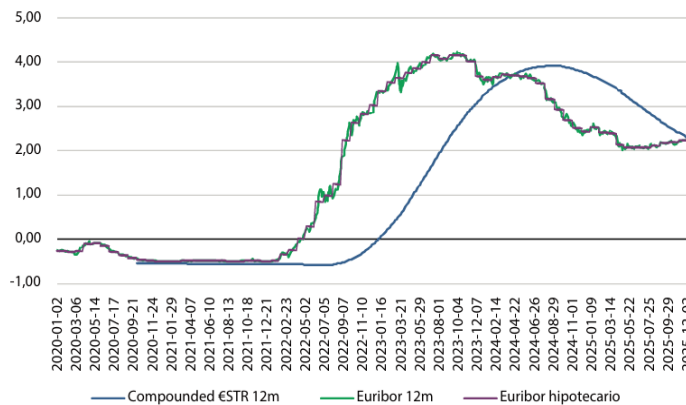


Gráfico 1.3. Euribor 12m vs. Compounded €STR 12m y Euribor hipotecario



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de EMMI y BCE.

Esta diferencia estructural explica por qué ambos índices responden a funciones económicas distintas y justifica su coexistencia en el sistema financiero europeo. Lejos de ser sustitutivos, el Euribor y el €STR configuran un marco complementario de referencias que permite atender a las distintas necesidades del mercado.

Por todo ello, se puede afirmar que el Euribor mantiene en la actualidad una utilidad económica diferenciada dentro del sistema financiero europeo. No obstante, esta utilidad convive con desafíos estructurales que afectan a su eficiencia y sostenibilidad, lo que justifica el análisis de sus ventajas, limitaciones y posibles vías de evolución futura.



## 5 Fortalezas, límites y retos del Euribor

A pesar de las profundas transformaciones experimentadas por los mercados financieros en los últimos años y del impulso al uso de tasas libres de riesgo, el Euribor continúa desempeñando un papel central en el sistema financiero europeo. A diferencia de otros índices interbancarios, como el LIBOR, su continuidad se ha sustentado tanto en fundamentos económicos como en decisiones institucionales orientadas a preservar referencias que siguen siendo representativas y útiles para el mercado. No obstante, junto con sus fortalezas, el Euribor presenta también limitaciones que plantean ciertos retos para su evolución futura.

Entre sus principales fortalezas destaca su sólido marco regulatorio y de supervisión. En los últimos años, el índice ha sido objeto de una profunda reforma para adaptarse a las exigencias del BMR, lo que ha reforzado su transparencia, integridad y fiabilidad. Asimismo, la adopción de una metodología basada exclusivamente en transacciones reales ha eliminado la presencia de elementos subjetivos en su determinación, contribuyendo a fortalecer la confianza en el índice.

Otra de sus ventajas fundamentales es su carácter prospectivo. A diferencia de las tasas libres de riesgo, de naturaleza retrospectiva, el Euribor permite conocer con antelación el tipo de interés aplicable a distintos plazos, lo que resulta especialmente relevante en contratos financieros como los préstamos hipotecarios o la financiación empresarial. Además, al incorporar un componente de riesgo de crédito bancario, proporciona una referencia que refleja, en cierta medida, las condiciones de financiación del sistema bancario, facilitando la gestión de ingresos y costes financieros por parte de las entidades.

El Euribor destaca también por su amplia aceptación en el mercado y su elevado grado de reconocimiento por parte de los agentes económicos. Su uso generalizado en contratos a largo plazo, especialmente en el ámbito del crédito minorista en países como España, contribuye a la estabilidad del sistema financiero y reduce los costes asociados a eventuales procesos de sustitución o transición hacia otras referencias.

No obstante, el Euribor presenta igualmente limitaciones estructurales. Una de las más relevantes es la reducida base de entidades contribuidoras, lo que podría llegar a afectar a la representatividad del índice en un contexto caracterizado por una menor actividad en el mercado monetario no garantizado.

A ello se suma un aprovechamiento aún limitado de fuentes de información más amplias, como el MMSR del BCE, que recoge un volumen significativo de operaciones del mercado monetario. Una mayor integración de esta información podría contribuir a mejorar la eficiencia y representatividad del índice. Asimismo, los costes asociados a la participación en el panel de contribuidores generan incentivos

desequilibrados, en la medida en que un amplio número de agentes se beneficia del Euribor sin asumir los costes de su mantenimiento, lo que da lugar al conocido problema del *free rider*.

### Ventajas y limitaciones del Euribor: solidez frente a eficiencia

CUADRO 1

Dimensión	Ventajas del Euribor	Limitaciones persistentes
Marco regulatorio y de supervisión	Índice crucial conforme al BMR, supervisión colegiada, alta transparencia	Elevada carga regulatoria y de cumplimiento
Metodología	Evolución hacia datos reales y jerarquía clara	Dependencia de un número reducido de entidades y datos limitados del mercado subyacente
Función económica	Tipo prospectivo con riesgo de crédito, útil para crédito y gestión de riesgos	Sensibilidad cíclica y menor flexibilidad en ciertos entornos
Aceptación de mercado	Amplio uso y aceptación por consumidores y entidades	Costes de mantenimiento concentrados
Eficiencia operativa	Alta credibilidad y estabilidad	Problemas de <i>free riding</i> y aprovechamiento limitado del MMSR

Fuente: Elaboración propia.

Desde una perspectiva sistémica, estos elementos justifican la necesidad de explorar posibles vías de evolución que permitan reforzar la eficiencia y sostenibilidad del Euribor sin comprometer su función económica ni su credibilidad.

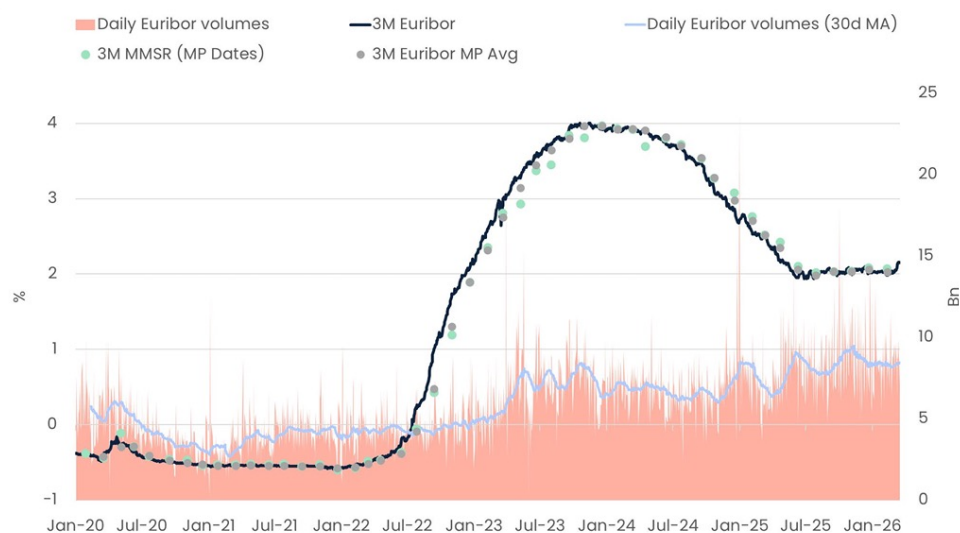
## 6 Posibles líneas de evolución del Euribor

El análisis realizado permite identificar distintas líneas de evolución potencial del Euribor, sin que su futuro deba plantearse en términos de sustitución, sino de adaptación progresiva, con el objetivo de mejorar su eficiencia y sostenibilidad sin perder las características que explican su utilidad económica, su robustez metodológica y su amplia implantación en el sistema financiero europeo.

En este contexto, una de las principales líneas de evolución es el posible aprovechamiento más directo de la información contenida en el MMSR del BCE. Se trata de una base de datos amplia, basada en transacciones reales y con una elevada representatividad del mercado monetario en euros. Su utilización como apoyo al cálculo del Euribor permitiría reforzar su base empírica, reducir la dependencia del actual panel de entidades contribuidoras y mejorar la representatividad del índice.

Existe una significativa superposición entre las entidades que forman el panel del Euribor y aquellas que reportan al BCE en el marco del MMSR. Muchas de estas entidades utilizan los mismos conjuntos de datos para ambos fines, lo que abre la puerta a sinergias potenciales. El MMSR abarca 69 entidades de 12 países del euro, con mayor peso de economías como Francia y Alemania, lo que refuerza su relevancia.

Los análisis realizados por EMMI han mostrado que un Euribor hipotético, basado únicamente en datos anonimizados del MMSR, presenta mínimas diferencias frente al índice oficial, situándose, en condiciones normales, por debajo de los 3 puntos básicos (como muestra el gráfico 2). Esto confirma la solidez y representatividad del Euribor actual, aunque las diferencias con otros indicadores del MMSR muestran tanto diferentes metodologías como realidades económicas distintas. El Euribor refleja el coste de financiación entre bancos con acceso al BCE, mientras que el MMSR incluye también contrapartes no bancarias.



Fuente: EMMI.

Esta evolución podría dar lugar a un modelo de cálculo más centralizado, con menores cargas operativas para las entidades y una reducción de costes. No obstante, cualquier evolución futura, como una eventual migración hacia el uso de datos del MMSR, debe preservar la definición actual del índice, manteniendo las operaciones y contrapartes elegibles, así como los niveles metodológicos que garantizan su continuidad incluso en situaciones de estrés. Este aspecto resulta esencial para asegurar que el Euribor mantenga su función como referencia estable en contratos financieros de largo plazo, especialmente en el ámbito del crédito hipotecario.

Desde el punto de vista institucional, la posible utilización de datos del MMSR plantea retos relevantes. En particular, el BCE no debería asumir la responsabilidad directa sobre el Euribor, dado el potencial conflicto con sus funciones en materia de política monetaria. En consecuencia, la administración del índice debería seguir correspondiendo a una entidad independiente, como el actual administrador, EMMI. Ello exige articular soluciones que permitan el acceso a la información del MMSR respetando plenamente los requisitos de confidencialidad.

En este sentido, pueden considerarse dos vías principales. Por un lado, la cesión de información derivada del MMSR en forma anonimizada y agregada para su utilización por parte del administrador del índice, en la medida en que concurran razones de interés público, como la estabilidad financiera o la adecuada transmisión de la política monetaria, y se establezcan salvaguardas suficientes. Por otro, la posibilidad de que el BCE actúe como agente técnico de cálculo, aplicando una metodología definida por el administrador, sin asumir responsabilidad sobre el índice, lo que permitiría mantener los datos dentro de su ámbito operativo.

Ambas opciones implican una reducción del papel actual de las entidades contribuidoras, que dejarían de participar en el cálculo en los términos actuales, con la consiguiente disminución de costes y la mitigación del problema del *free rider*. Asimismo, podrían requerirse ajustes en el marco normativo vigente para facilitar su implementación.

Por último, como alternativa a las opciones anteriores o como solución transitoria, cabría plantear la sustitución de la auditoría privada anual por un modelo de supervisión pública directa reforzada, coordinada por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA). Esta evolución podría contribuir a reducir costes y a mejorar la coherencia de los mecanismos de control.

Estas propuestas no cuestionan la continuidad del Euribor, sino que apuntan a reforzar su eficiencia, sostenibilidad y equilibrio, preservando la adecuada combinación entre su utilidad económica como índice prospectivo, la robustez de su metodología y la eficiencia de su funcionamiento. Todo ello contribuiría a consolidar su papel como referencia clave en el sistema financiero europeo a largo plazo. La experiencia reciente muestra que este equilibrio es alcanzable, pero también que requiere una adaptación continua, en un entorno financiero en constante transformación.



## 7 Conclusiones

Tres décadas después de su creación, el Euribor sigue ocupando una posición central en el sistema financiero europeo. Lejos de haber sido desplazado por la reforma internacional de los índices de referencia, ha demostrado una notable capacidad de adaptación a un entorno regulatorio y de mercado mucho más exigente, reforzando su gobernanza, su metodología y su supervisión. Asimismo, continúa teniendo implicaciones directas sobre la estabilidad financiera, la protección de consumidores e inversores, y la eficacia de la política monetaria.

La experiencia de los últimos años muestra que la decisión europea de preservar el Euribor, frente a la eliminación de otros índices como el LIBOR, ha respondido a una lógica económica sólida. El Euribor continúa cumpliendo una función que no puede ser plenamente sustituida por las tasas libres de riesgo: proporcionar una referencia a plazo, de carácter prospectivo y con contenido de riesgo de crédito, especialmente relevante en el crédito minorista y en la gestión de riesgos financieros.

No obstante, la continuidad del Euribor no está exenta de desafíos. La reducción estructural de la actividad en los mercados monetarios no garantizados, los costes asociados a la participación en el panel de contribuidores y el problema del *free rider* plantean cuestiones relevantes sobre su eficiencia y sostenibilidad a largo plazo.

En este contexto, el debate no se plantea en términos de sustitución, sino de evolución. El futuro del Euribor dependerá de su capacidad para adaptarse a un entorno caracterizado por cambios estructurales en los mercados financieros, mayores exigencias regulatorias y la coexistencia con nuevas referencias basadas en el €STR. Iniciativas como el posible aprovechamiento de las transacciones reportadas al sistema MMSR o la evolución hacia esquemas de supervisión más intensamente apoyados en el sector público apuntan en esta dirección.

En definitiva, el Euribor sigue siendo una pieza esencial de la arquitectura financiera europea, pero su viabilidad futura exigirá continuar avanzando en su adaptación. El equilibrio entre utilidad económica, robustez metodológica y eficiencia operativa será el elemento determinante para garantizar su sostenibilidad como índice de referencia a largo plazo.



## Referencias

European Money Market Institute (EMMI) (2026). [\*Euribor: The indispensable euro money market benchmark\*](#). Folleto informativo. 2 de marzo.

Gómez Yubero, M. J., Ollero García-Agulló, I. y Palomero Aguilar, M. (2026). [\*Tres décadas de Euribor: viabilidad y perspectivas de evolución\*](#). CNMV, Documento ocasional. Febrero.

International Organization of Securities Commissions (IOSCO) (2013). [\*Principles for Financial Benchmarks\*](#). Julio.

Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2016, relativo a los [índices utilizados como referencia en los instrumentos financieros y en los contratos financieros o para medir la rentabilidad de los fondos de inversión](#).



# Resultado de la encuesta de ESMA sobre el uso de la inteligencia artificial en los mercados de valores

Análisis de los resultados para las entidades españolas

Carmen López García (\*)  
Jesús González Redondo

(\*) Carmen López García y Jesús González Redondo pertenecen al departamento de Estudios y Estadísticas de la CNMV.

El contenido de este artículo refleja exclusivamente las opiniones de sus autores y no representa necesariamente la posición oficial de la CNMV ni de ninguna otra institución.



# Índice

Resumen	119	
1	Introducción	121
2	Información sobre las empresas participantes en la encuesta	123
3	Principales resultados de la encuesta	125
3.1	Inversiones en IA y estrategias	125
3.2	Beneficios y riesgos percibidos	127
3.3	Casos de uso	129
3.4	Impacto del Reglamento europeo sobre IA	130
3.5	El uso de la IA generativa pública	131
3.6	Formación de los empleados	133
3.7	Dependencia de los proveedores	134
3.8	Tipo de tecnología de IA y su nivel de autonomía	135
3.9	Explicabilidad y materialidad	137
3.10	Marco de gobernanza y medidas de seguridad	138
4	Conclusiones y pasos futuros	141
Bibliografía	143	

## Índice de gráficos

Gráfico 1	Inversiones en IA por tipo de entidad	125
Gráfico 2	Ahorro de costes/ganancias en eficiencia esperados por la IA generativa	126
Gráfico 3	Incremento de ingresos esperados por la IA generativa	127
Gráfico 4	Beneficios de la IA	128
Gráfico 5	Riesgos y desafíos de la IA	128
Gráfico 6	Aplicaciones de la IA por tipo de entidad	130
Gráfico 7	Nivel de riesgo de los casos de uso según el reglamento europeo	131
Gráfico 8	Comprensión del consejo de administración sobre la IA	132
Gráfico 9	Uso de la IA generativa pública por parte de los empleados	133
Gráfico 10	Formación sobre IA de los empleados por entidades	133
Gráfico 11	Infraestructura computacional de IA	134
Gráfico 12	Tipos de datos de entrenamiento de los modelos	135
Gráfico 13	Tipología de las tecnologías de IA usadas	136
Gráfico 14	Nivel de autonomía de la IA usada	137
Gráfico 15	Explicabilidad de los modelos de IA usados	138
Gráfico 16	Marco de gobernanza	139

## Resumen

La aparición de la inteligencia artificial (IA) ha supuesto una revolución tecnológica que se ha extendido a todos los sectores de la economía y, por ello, también a los mercados financieros y a las entidades participantes en ellos. Con el fin de tener un conocimiento más amplio del alcance de esta en el sector financiero, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) decidió realizar en el verano de 2025 una encuesta entre las entidades supervisadas, con el apoyo de las autoridades nacionales en su distribución. Este artículo recoge las respuestas sobre el uso de la IA por parte de las 67 entidades españolas que participaron en dicha encuesta, y que se estructura en torno a 10 grandes ejes que abordan los aspectos claves para la implementación y el uso de esta tecnología. Una de las principales limitaciones de este análisis tiene que ver con el porcentaje relativamente alto de ausencia de respuesta, especialmente en algunas de las preguntas. A pesar de ello, es posible extraer tendencias interesantes entre las que destacan las siguientes:

- Los resultados sugieren que la adopción de la IA está siendo progresiva, aunque desigual entre las entidades del sector. Por una parte, las perspectivas de inversión son optimistas (más del 60 % de las entidades encuestadas declaran que van a incrementarla a corto plazo) debido a las expectativas, tanto de ahorro de costes como de ganancias en eficiencia, por el uso de la IA generativa. Por otra parte, las posibilidades de aumento de los ingresos por su uso son menos favorables, pues los beneficios principales observados son básicamente analíticos (mejoras en el análisis de datos y en los procesos internos).
- Los riesgos y desafíos del uso de la IA se relacionan principalmente con la protección y la calidad de los datos, la ciberseguridad y la dependencia de terceros, puesto que casi un tercio de las entidades dependen de ellos para su infraestructura computacional. En relación con los modelos de IA utilizados, la mayoría son desarrollados internamente, así como los datos de entrenamiento de los modelos, aunque un 25,6 % de los casos de uso reportados emplea modelos comerciales o en abierto sin ninguna modificación. Por todo ello, las entidades son conscientes de la necesidad de formación de sus empleados en el uso de esta tecnología, y así lo expresan más del 70 % de ellas en esta encuesta. De hecho, los empleados de casi un 42 % de las entidades reciben formación de carácter general, si bien solamente el 14,4 % de los directivos tiene una comprensión completa de la IA.
- Asimismo, la entrada en vigor del nuevo Reglamento europeo sobre IA está teniendo un impacto importante sobre el sector: un 45,5 % de las entidades indica que se ven fuertemente afectadas por esta nueva regulación, aunque la mayor parte de los casos de uso de las entidades españolas están clasificados como de riesgo mínimo o limitado. En este contexto, la existencia de unos principios y guías de la IA se convierten en el marco de gobernanza más usado, y la supervisión humana en la medida de seguridad más utilizada.

- A nivel europeo los resultados de la encuesta son parecidos a los de las entidades españolas, observándose también una implantación progresiva de esta tecnología, que, de nuevo, es desigual entre las diferentes compañías según su tamaño y actividad.

# 1 Introducción

La revolución tecnológica que ha supuesto la irrupción de la IA ha afectado de manera significativa a las entidades participantes en los mercados financieros, y es muy probable que lo siga haciendo en el futuro. La IA se encuentra en continuo desarrollo y las entidades, en un proceso de adopción progresivo de esta debido a las ganancias en eficiencia y a los beneficios generados por su implementación. Sin embargo, su uso también puede conllevar riesgos en el funcionamiento de los mercados financieros, algunos de ellos relacionados con la estabilidad financiera y con la protección del inversor.

En este contexto, en febrero de 2025 ESMA decidió realizar una encuesta sobre el uso de la IA entre las entidades participantes en los mercados de valores. Para ello las autoridades nacionales competentes prestaron asistencia en su distribución. Esta encuesta tuvo un carácter voluntario y sus objetivos básicos fueron:

- Analizar las tendencias en la gestión de activos mediante el uso de la IA entre las entidades participantes en esta actividad a lo largo de la Unión Europea (UE).
- Medir el nivel de adopción de la IA y recopilar información sobre sus distintos casos de uso.
- Identificar los riesgos potenciales y los retos para los supervisores.

La encuesta incluía 45 cuestiones específicas en relación con el objetivo a analizar. Los datos fueron recopilados por ESMA e incluyeron respuestas de 728 entidades de 19 países<sup>1</sup>, de las cuales 67 estaban radicadas en España.

Este documento recoge las respuestas de las entidades españolas participantes sobre diez ejes temáticos: inversiones en IA y estrategias; beneficios y riesgos; casos de uso; impacto del Reglamento europeo sobre IA; uso de las herramientas de la IA generativa pública; formación de empleados; dependencia de los proveedores; tecnología de la IA usada; nivel de autonomía, explicabilidad y materialidad, y marco de gobernanza y medidas de seguridad. Los hallazgos en relación con las entidades españolas participantes en la encuesta son similares a los obtenidos a nivel europeo<sup>2</sup>.

---

1 Las entidades que respondieron a la encuesta estaban localizadas principalmente en Portugal (25 %), Malta (18 %) e Irlanda (11 %) y, en menor medida, Francia (9,3 %), España (9,2 %) y el resto de las jurisdicciones europeas.

2 ESMA publicó los resultados a nivel europeo en un artículo publicado el 20 de febrero de 2026 y cuyo enlace es el siguiente: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2026-02/ESMA50-481369926-30599\\_TRV\\_Risk\\_Analysis\\_AI\\_adoption\\_and\\_trends\\_in\\_securities\\_markets.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2026-02/ESMA50-481369926-30599_TRV_Risk_Analysis_AI_adoption_and_trends_in_securities_markets.pdf)



## 2 Información sobre las empresas participantes en la encuesta

Las 67 entidades españolas que respondieron a la encuesta están distribuidas de la siguiente manera por tipo de entidad:

- 17 empresas de servicios de inversión (ESI<sup>3</sup>).
- 15 entidades de crédito.
- 17 sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC).
- 15 sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC).
- 3 plataformas de *crowdfunding*.

La representatividad de las entidades que han contestado a la encuesta no es homogénea. El grado más alto se observó en el ámbito de las entidades de crédito, pues las que respondieron concentran en torno al 90 % del activo del sector. En un grado medio se encuentran las SGIIC, con casi el 48 % del patrimonio gestionado. En el caso de las SGEIC y las ESI es mucho más reducida, con poco más del 14 % y el 10 % del patrimonio gestionado y del activo, respectivamente.

---

3 Las entidades clasificadas como operadores de mercado a nivel europeo están incluidas en el grupo de las ESI porque en España están registradas como sociedades de valores.



### 3 Principales resultados de la encuesta

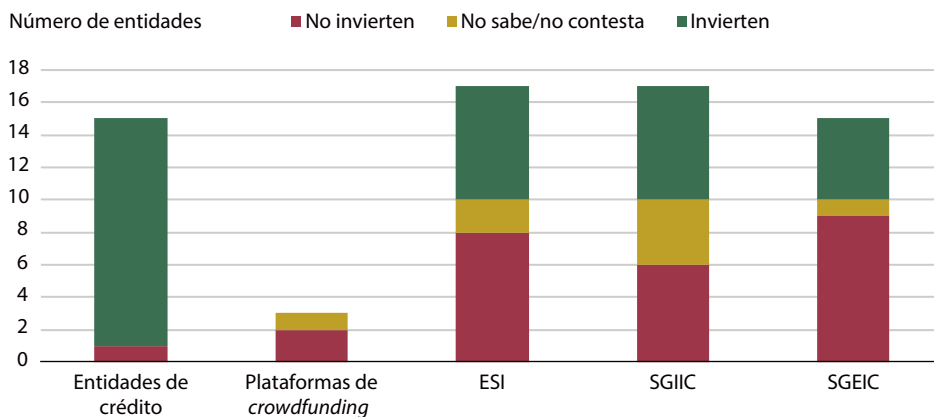
A continuación, se presenta un breve análisis de las respuestas de las entidades españolas en torno a los diez ejes de interés planteados en el cuestionario.

#### 3.1 Inversiones en IA y estrategias

Con la excepción de las plataformas de *crowdfunding*, todos los grupos de entidades respondieron que invertían, en mayor o menor medida, en IA. Entre ellas destacan las entidades de crédito (93,3 %), las ESI y SGIIC, (41,2 % en ambos casos). El porcentaje disminuía hasta el 33,3 % en el caso de las SGEIC<sup>4</sup> (véase gráfico 1). En conjunto, casi la mitad de las entidades que contestaron a la encuesta declaraba realizar inversiones en IA, una proporción similar a la reportada a nivel europeo.

Inversiones en IA por tipo de entidad

GRÁFICO 1



Fuente: Elaboración propia.

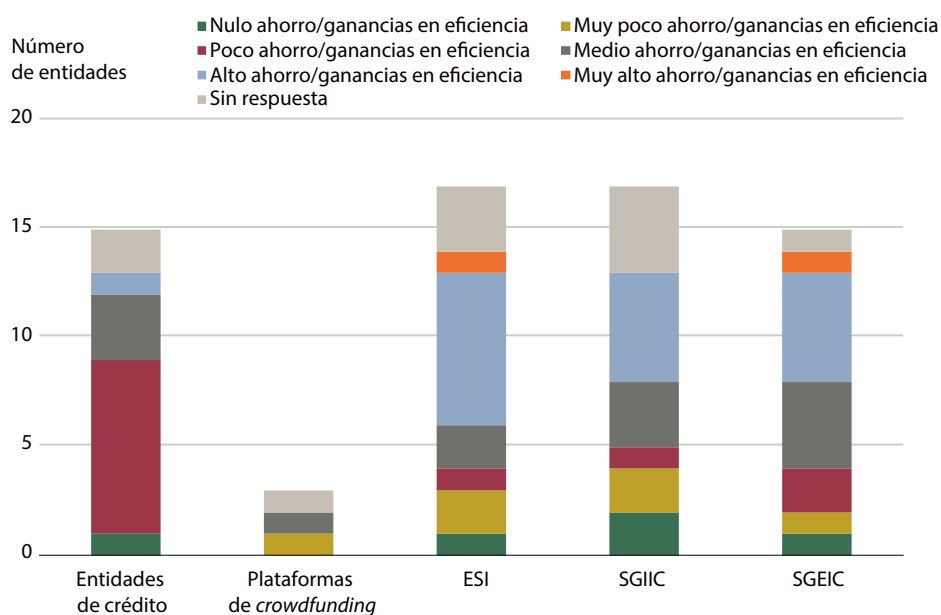
En el año 2024, las inversiones de las entidades españolas en tecnologías de IA sumaron 21 millones de euros. Prácticamente todo el importe de esta inversión (98,9 %) fue desembolsado por entidades de crédito. A gran distancia de estas se situaron las inversiones de las SGIIC y las ESI, con un 0,55 % y un 0,43 %, respectivamente, y el 0,1 % de las SGEIC. A pesar de esta cifra relativamente modesta, las perspectivas de inversión en IA son crecientes, pues el 61,2 % de las entidades que participaron en la encuesta declaró que va a incrementar su inversión

4 Entre las SGEIC se incluyen las entidades de capital riesgo y otras entidades de carácter cerrado, así como algunas figuras reguladas a nivel europeo.

en el ámbito doméstico durante el periodo 2025-2027<sup>5</sup>. Estas expectativas, aunque altas, son inferiores (casi 10 puntos porcentuales) a las de las entidades europeas.

La encuesta pide cuantificar los ahorros de costes o ganancias de eficiencia esperados durante los próximos años debido a la IA generativa, y propone calificar los beneficios según uno u otro concepto. Aunque el ahorro de costes o las ganancias en eficiencia podrían ser un elemento importante en la decisión de invertir en esta tecnología, lo cierto es que más de la mitad de las entidades indica que no ha valorado estos aspectos o considera que el ahorro será escaso o nulo, sobre todo las entidades de crédito. Como puede observarse en el gráfico 2, un 26,9 % espera un ahorro de costes alto y solo un 3 % confía tener un ahorro de costes muy elevado (estas expectativas se concentran en las ESI y las SGEIC<sup>6</sup>). Las entidades europeas tienen expectativas más modestas. A nivel europeo, por sectores, las mayores ganancias en eficiencia de media se esperan en las agencias de calificación crediticia, entidades de crédito e infraestructuras de mercados financieros (Bagattini, Khelifi y Mejdahl, 2026).

**Ahorro de costes/ganancias en eficiencia esperados por la IA generativa** GRÁFICO 2



Fuente: Elaboración propia.

Sobre la valoración de los ingresos esperados debido al uso de la IA generativa, de nuevo, se observa una diferencia notable entre las entidades de crédito y el resto. Es significativo que el 70,1 % de las entidades no haya valorado este aspecto o

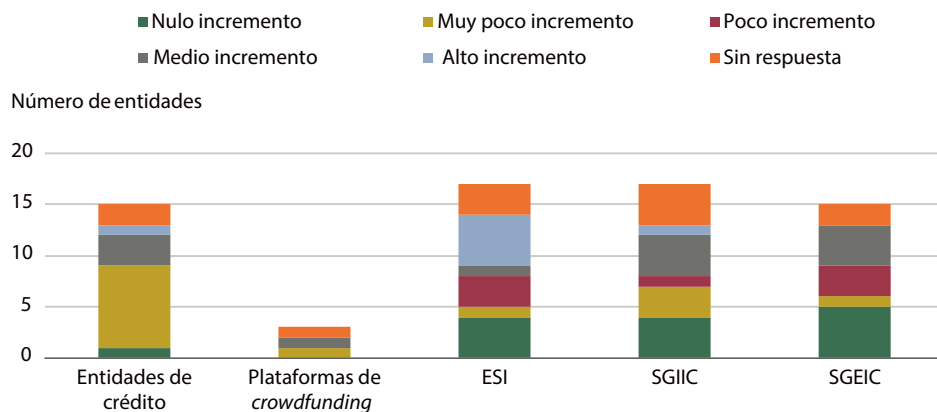
5 El cuestionario también preguntaba por el volumen de inversión en el ámbito del grupo empresarial, que incorpora las efectuadas por todo el grupo de la entidad financiera incluidas las realizadas fuera del Espacio Económico Europeo. El monto total de estas inversiones alcanzó casi 71 millones de euros en 2024. El 50,7 % de las entidades proyecta aumentar su inversión en IA por grupo empresarial en el periodo comprendido de 2025 a 2027.

6 A nivel europeo, las perspectivas de ahorro de costes son mayores entre las firmas de mayor tamaño que entre las empresas de tamaño más reducido (Bagattini, Khelifi y Mejdahl, 2026).

considere que el incremento de ingresos será poco o nulo. Por tipos de entidades, el 53,3 % de las entidades de crédito declara que espera tener un incremento muy reducido de sus ingresos y las siguen las SGIIC con el 17,6 %. Por el contrario, el 29,4 % de las ESI, las más optimistas en este ámbito, estima que va a tener un incremento alto por su uso (véase gráfico 3).

### Incremento de ingresos esperados por la IA generativa

GRÁFICO 3



Fuente: Elaboración propia.

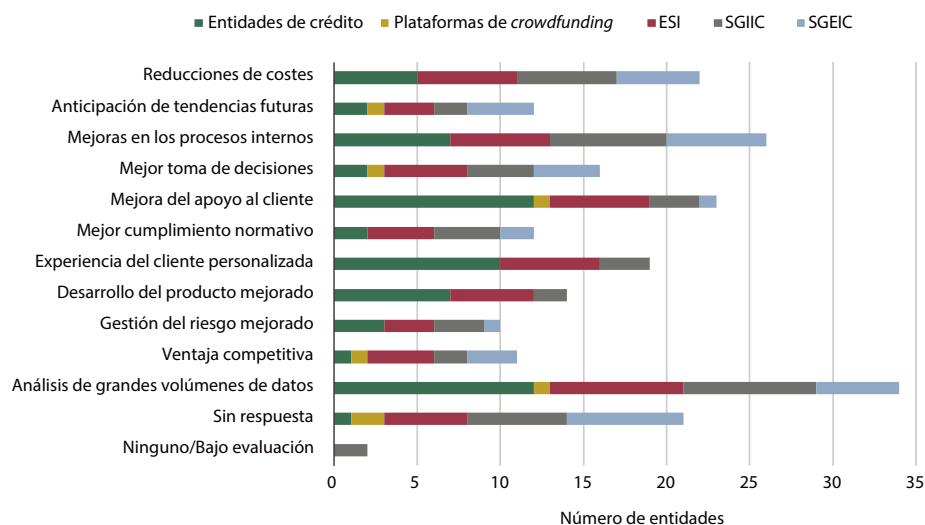
### 3.2 Beneficios y riesgos percibidos

La encuesta destaca que el beneficio ampliamente percibido de la IA es su capacidad de mejorar el análisis de datos<sup>7</sup> (52,2 %), seguido por las mejoras de los procesos internos (38,8 %) y, en menor medida, por las reducciones de costes (32,8 %). Este tipo de ventajas son especialmente valoradas por las ESI y las entidades de crédito. En cuanto a los beneficios cualitativos, un 34,3 % del total de encuestados señala la mejora del apoyo al cliente. Otros mencionados son la mejora en la toma de decisiones, en el cumplimiento de las regulaciones legales y en la gestión del riesgo. Asimismo, un 28,4 % destaca que la IA puede dar al cliente una experiencia personalizada (véase gráfico 4).

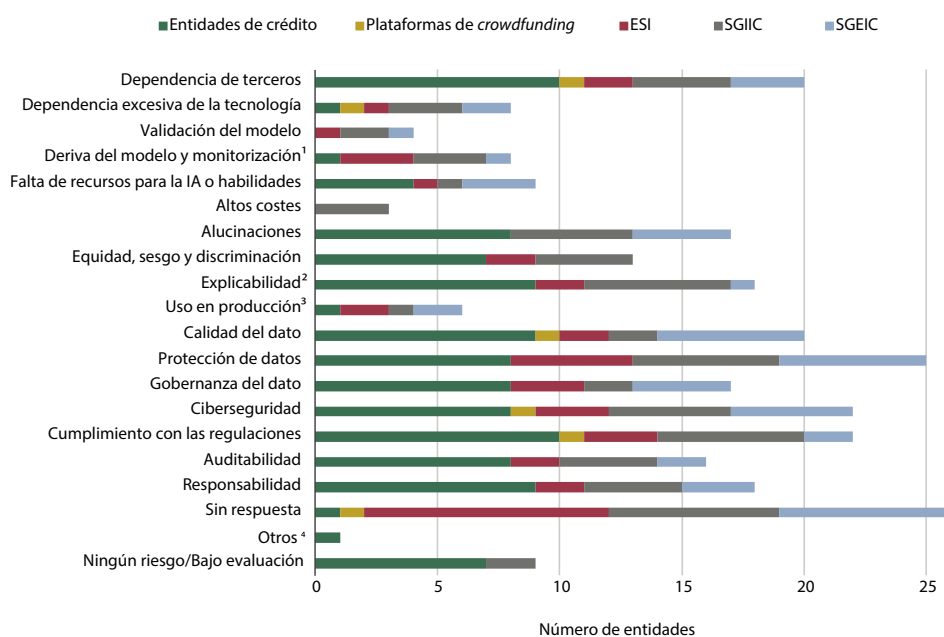
Las entidades españolas también son plenamente conscientes de los riesgos y desafíos asociados al uso de la IA. Un 37,3 % de los encuestados considera que el uso de la IA puede ser un problema para la protección de datos y un 32,8 % alude a la ciberseguridad, mientras que la calidad del dato y la dependencia de terceros son considerados desafíos en ambos casos para el 29,9 % de las entidades. Un porcentaje significativo de las entidades percibe el cumplimiento de las regulaciones como un riesgo (32,8 %), sobre todo por parte de las entidades de crédito, que estiman que habitualmente la tecnología va por delante de la regulación y cuando se desarrolla esta última el modelo de negocio de la entidad puede verse afectado. Por último, las alucinaciones<sup>8</sup> de la IA también son un desafío percibido por el 25,4 % de las entidades, ya que pueden afectar a su credibilidad e inducir a errores (véase gráfico 5).

7 Tanto datos estructurados como no estructurados.

8 Las *alucinaciones* en IA son respuestas verosímiles pero falsas. Estas respuestas son generadas erróneamente por los modelos de lenguaje (Kalai *et al.*, 2025).



Fuente: Elaboración propia.



Fuente: Elaboración propia.

- 1 «Deriva del modelo y monitorización» alude al riesgo atribuible a que se produzcan cambios en el modelo o en los datos cuando este se encuentra operativo.
- 2 «Explicabilidad» se refiere al grado en el que se puede entender por qué el modelo tomó una decisión.
- 3 «Uso en producción» es el riesgo que se corre cuando el modelo de IA se integra en la operativa de la entidad.
- 4 «Otros» se refieren al riesgo por la intervención de terceras partes o por compartir datos.

La encuesta también solicitaba información sobre si el uso de la IA que hacían las entidades era interno o en la relación con sus clientes. En un 81,3 %<sup>9</sup> de las respuestas se declaraba un uso interno, la mayor parte de ellas por parte de entidades de crédito y ESI. Un porcentaje menor la empleaba en su relación con los clientes (15,4 %<sup>10</sup>) o en prestar servicios de inversión (3,3 %<sup>11</sup>). El 41,8 % de las entidades no contestó a esta pregunta. El porcentaje de casos de uso interno es ligeramente inferior a la media europea, mientras que los destinados a la gestión de la relación con el cliente y a la prestación de servicios de inversión son superiores a los europeos.

### 3.3 Casos de uso

La implementación de la IA entre las entidades españolas está siendo gradual. Un porcentaje significativo de las entidades (34,2 %) especifica que no tiene ningún caso de uso planificado para desarrollar en los próximos 12 meses, cifra que se incrementa hasta el 40 % para las entidades europeas. Los principales usuarios de IA con más casos de uso son las entidades de crédito, seguidas de las SGIIC, mientras que las ESI son las que reportan un menor número de casos de uso. En la actualidad, un 41,8 % del conjunto de las entidades tiene casos de uso plenamente operativos (en producción), a la vez que un 46,3 % está desarrollando nuevos casos de uso o experimentando con ellos.

La mayoría de los 325 casos de uso<sup>12</sup> de la IA declarados por las entidades se centran en la realización de tareas administrativas —siendo la más común la de asistente interno (47,8 %)—, seguida por el procesamiento de textos (40,3 %) y, por último, como herramienta para la lucha contra el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo (26,9 %). Otros usos son el desarrollo de contenidos y actividades de marketing y publicidad (25,4 %), el tratamiento de datos (23,9 %), la generación de código (19,4 %) y las traducciones de documentos (17,9 %). Las aplicaciones de la IA destinadas a la provisión de servicios de inversión son el análisis de inversiones (23,9 %), de previsiones (26,9 %) y de mercado (19,4 %). Por su parte, los usos relacionados con los clientes son minoritarios, destacando las comunicaciones con ellos (20,9 %) (véase gráfico 6).

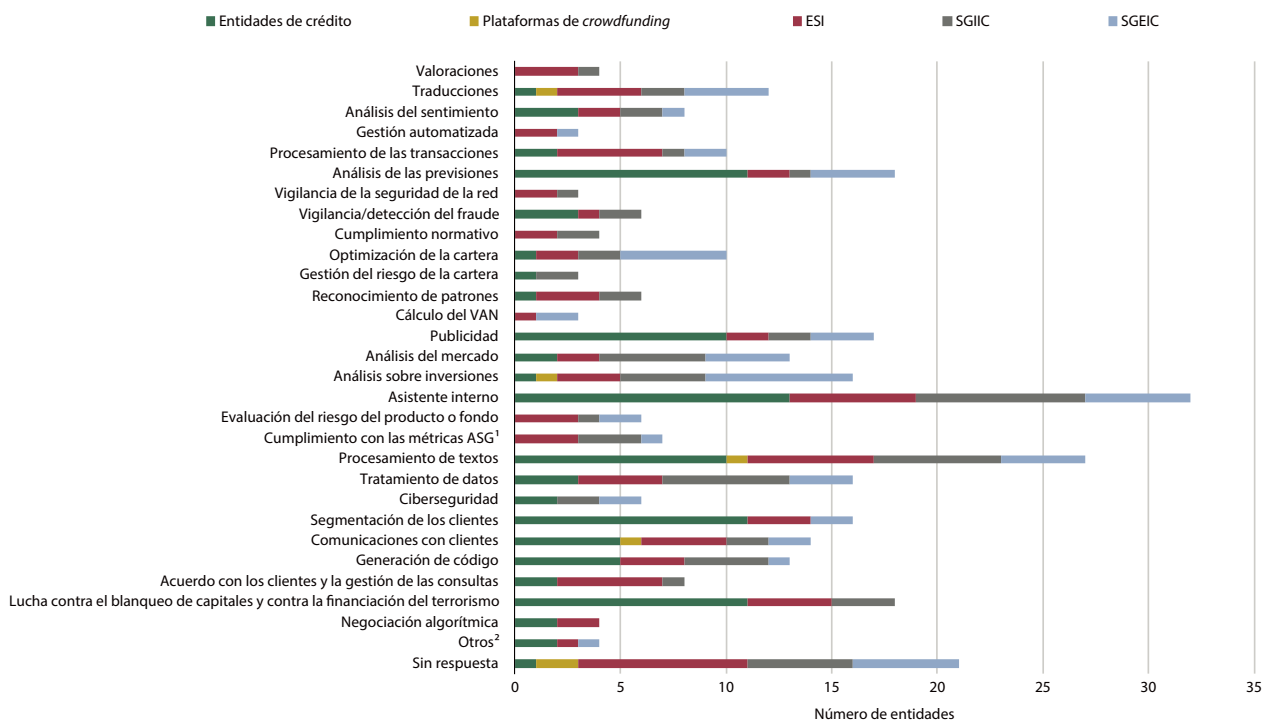
---

9 En esta pregunta las entidades podían indicar si la aplicación de la IA era de uso interno o no, hasta en tres casos de uso. Al calcular este porcentaje se han excluido las respuestas en blanco.

10 Véase nota al pie número 9.

11 Véase nota al pie número 9.

12 Incluye la suma de los casos en producción y los que se encuentran en desarrollo o experimentación.



Fuente: Elaboración propia.

- <sup>1</sup> «ASG» hace referencia a las métricas de criterios ambientales, sociales y de gobernanza.
- <sup>2</sup> «Otros» hace referencia a mejoras relacionadas con los procesos en el caso de las entidades de crédito y las ESI. En el caso de las SGEIC, hace referencia a fuentes de flujo de acuerdos.

### 3.4 Impacto del Reglamento europeo sobre IA

El Reglamento de la UE sobre IA<sup>13</sup> estableció un conjunto de requerimientos para los distintos casos de uso que se implementen, con independencia del sector en el que desarrollen sus actividades. Por ello, la encuesta pide a las entidades que indiquen cuál es el impacto que están teniendo por la entrada en vigor de este reglamento. El 45,5 % de las entidades que han contestado a esta pregunta declara que se ve fuertemente afectado por esta nueva regulación, la mayoría entidades de crédito (frente al 23 % de Europa). Aunque significativo, un porcentaje menor de los encuestados especifica que se ve un poco afectado (36,6 %, frente al 53 % de las entidades europeas), destacando en este grupo las ESI. Y las entidades españolas que no reportan ningún impacto representan un 18 %, —frente al 24 % de las europeas—, destacando las SGIIC. En esta pregunta es destacable la proporción de entidades que no respondió o indicó desconocer si les afecta esta nueva regulación: el 34,3 % de las entidades españolas<sup>14</sup>.

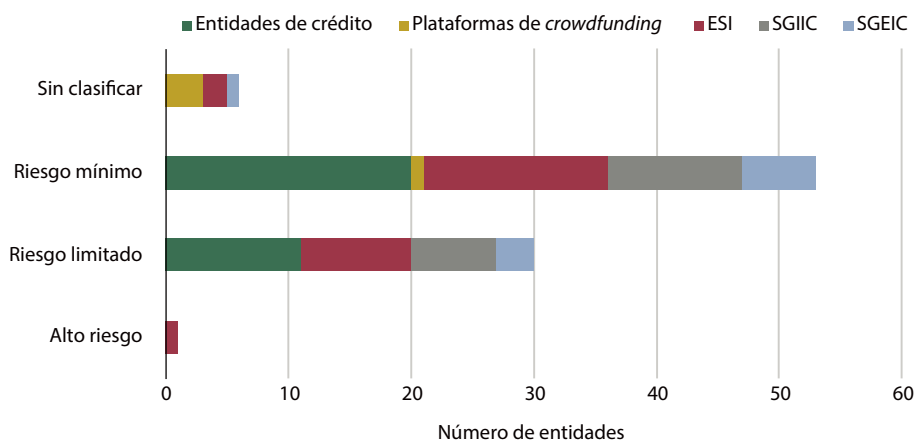
13 Reglamento (UE) 2024/1689 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de junio de 2024, por el que se establecen normas armonizadas en materia de inteligencia artificial.

14 El calendario de implementación del Reglamento europeo sobre IA es gradual y todavía no se ha completado. Se espera que se complete en el año 2030.

El reglamento europeo clasifica el nivel de riesgo<sup>15</sup> asociado a los distintos casos de uso de la IA y la encuesta pregunta sobre esta cuestión. Como se puede observar en el gráfico 7, el 60,1 %<sup>16</sup> de las respuestas de las entidades españolas apunta a un riesgo mínimo de sus casos de uso y el 35,7 %<sup>17</sup> indica un riesgo limitado, frente al 49 % y 37 % de los casos de uso europeos, respectivamente. Los considerados como de alto riesgo son muy escasos, aunque, de nuevo, cabe señalar que el 46,3 % de las entidades, bien no responde a esta pregunta, o bien señala que no tiene clasificado el riesgo según el reglamento.

Nivel de riesgo de los casos de uso según el reglamento europeo<sup>1</sup>

GRÁFICO 7



Fuente: Elaboración propia. Para conocer las definiciones de los distintos niveles de riesgo, véase la nota al pie número 15.

<sup>1</sup> El número de entidades puede ser superior a 67 porque cada entidad puede indicar el nivel de riesgo asociado de hasta tres casos de uso.

### 3.5 El uso de la IA generativa pública

Con el objetivo de obtener el mayor rendimiento de la IA, es conveniente que las entidades conozcan la comprensión que de ella tienen todos los niveles jerárquicos de la organización. Por ello, la encuesta también pregunta por esta cuestión y concluye que el conocimiento de esta tecnología y su uso es limitado a lo largo de los distintos niveles jerárquicos. En el ámbito de los miembros de los consejos de administración, así como de los directivos de nivel medio y alto, únicamente el 14,4 %

15 Un caso de alto riesgo es aquel que incluye los sistemas que pueden impactar significativamente en la seguridad, los derechos fundamentales o la vida las personas (López-Rubio Fernández, 2026).

Un caso de uso de IA clasificado como de riesgo limitado es aquel que afecta a sistemas que no son de alto riesgo, pero requieren de cierta transparencia porque pueden influir en los usuarios finales sin que estos lo sepan (López - Rubio Fernández, 2026).

Un caso de uso clasificado como de riesgo mínimo es aquel que incluye la mayoría de las aplicaciones de IA actualmente en uso (López - Rubio Fernández, Programa de Innovación en Inteligencia Artificial, 2026).

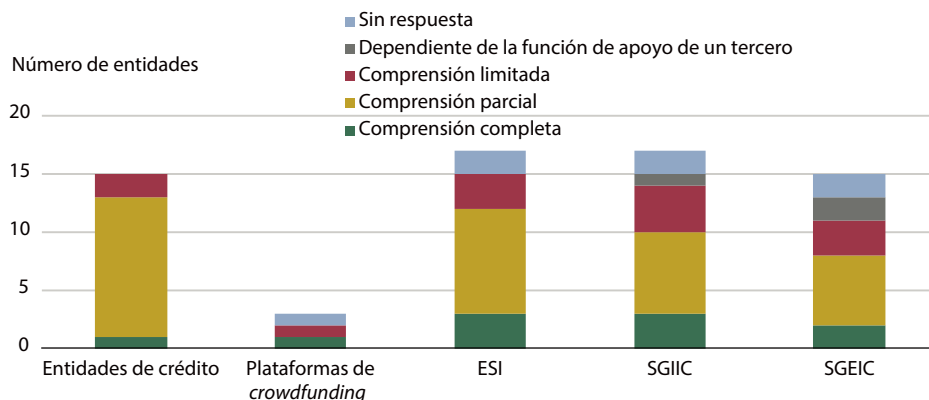
16 En esta pregunta las entidades podían señalar el nivel de riesgo de hasta tres casos de uso. Al calcular este porcentaje se han excluido las respuestas en blanco y las respuestas de la opción «Sin clasificar».

17 Véase nota al pie número 16.

dice tener una comprensión completa de esta tecnología. El conocimiento del resto del personal de las entidades es parcial, limitado o dependiente de terceros. En líneas generales, la distribución de la comprensión de la IA en todos los niveles jerárquicos de las entidades españolas participantes en la encuesta es muy similar a la que se muestra en el gráfico 8 sobre el consejo de administración, y se sitúa en valores inferiores a la europea.

**Comprensión del consejo de administración sobre la IA**

GRÁFICO 8



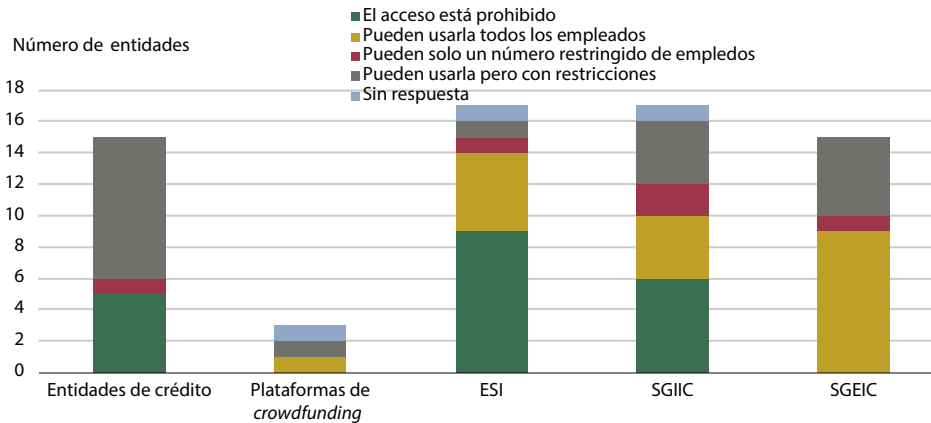
Fuente: Elaboración propia.

Otra de las cuestiones importantes que trata la encuesta está relacionada con el acceso por parte del personal a las herramientas de IA generativa públicas disponibles en internet. En este sentido, se ha constatado que el 65,7 % de las entidades permite a sus empleados utilizar estas herramientas para su trabajo en España, algo menos que el 74 % de Europa. No obstante, el 29,9 % de las entidades tiene establecidas restricciones, mayoritariamente vigentes en las entidades de crédito. Un porcentaje similar lo tiene prohibido, sobre todo en las ESI. Por el contrario, las SGEIC muestran el uso más permisivo de estas herramientas (véase gráfico 9).

Asimismo, se pregunta a las entidades si disponen de una política formal sobre el uso de la IA generativa pública. El 80,6 % de las entidades bien no contesta sobre esta cuestión, o bien señala que no tiene una política formal. Únicamente el 38,5 % de las entidades que han contestado a esta pregunta cuenta con una política específica sobre el uso de la IA generativa pública (frente al 32 % de las entidades europeas). Además, el 61,5 % de los encuestados dispone de una política general de internet que cubre estos aspectos.

## Uso de la IA generativa pública por parte de los empleados

GRÁFICO 9



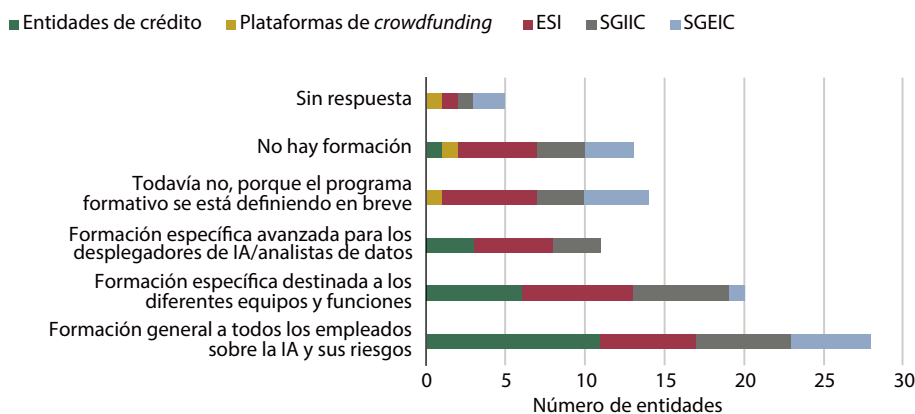
Fuente: Elaboración propia.

## 3.6 Formación de los empleados

La formación de los empleados es una cuestión clave para implementar con éxito la IA en las organizaciones. En España, los empleados de un 41,8 % de las entidades encuestadas reciben o han recibido formación de carácter general sobre esta tecnología y sus riesgos, sobre todo en las entidades de crédito. Y casi un 30 % se ha especializado en función de los diferentes equipos o tareas desarrolladas, destacando en este grupo la actividad formativa llevada a cabo por las ESI (véase gráfico 10). Aunque el 19,4 % de las entidades carece de programas de formación, los encuestados manifiestan, en mayor medida que los europeos, la necesidad de formación de sus empleados.

## Formación sobre IA de los empleados por entidades

GRÁFICO 10



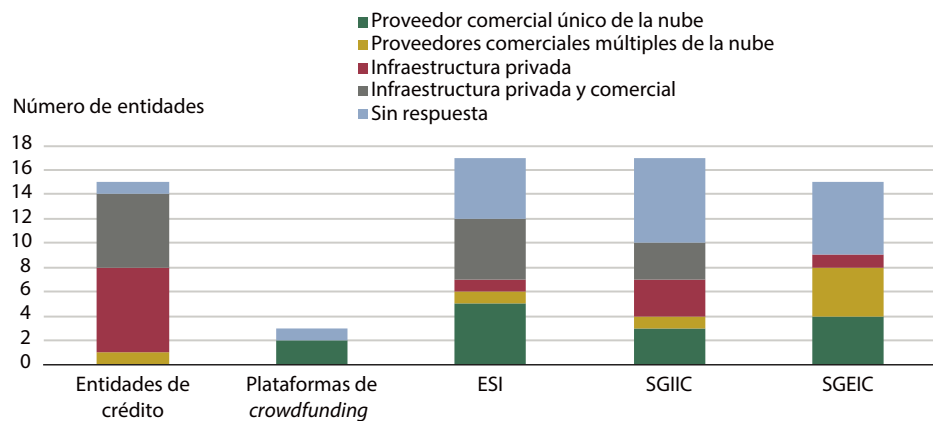
Fuente: Elaboración propia.

### 3.7 Dependencia de los proveedores

La implementación de la IA requiere de una infraestructura computacional: *hardware*, *software* y redes. A esta pregunta de la encuesta, las entidades respondieron en proporciones semejantes sobre la utilización de las infraestructuras: más de un tercio utiliza infraestructuras tanto privadas como híbridas<sup>18</sup>, un porcentaje similar depende exclusivamente de proveedores comerciales (únicos o múltiples) y el otro tercio no respondió a la pregunta. El uso de infraestructuras privadas es más común entre las entidades de crédito, mientras que las entidades más pequeñas, como la mayoría de las ESI y las SGEIC, dependen básicamente de proveedores comerciales (véase gráfico 11). Por otra parte, la mayoría de las entidades (50,7 %) identifica al menos un proveedor de IA. Entre las que lo hacen, destacan Microsoft, Alphabet, Open AI y, en menor medida, Amazon. Un 8,5 %<sup>19</sup> utiliza proveedores nacionales, entre ellos, Wespel, GPT Advisor, Beseif, Ayesa, Data Recover y Telefónica.

Infraestructura computacional de IA

GRÁFICO 11



Fuente: Elaboración propia.

Un 54,4 %<sup>20</sup> de los modelos de IA (frente al 43 % de Europa) fue desarrollado internamente, bien con equipo propio o bien con apoyo de consultores, siendo esta práctica la habitual en la mayoría de las entidades de crédito y las ESI. Un 14,4 %<sup>21</sup> de los modelos (frente al 15 % europeo) tuvo un desarrollo externo, aunque se personalizaron internamente, mientras que los modelos comerciales o en abierto (sin ninguna modificación) se utilizaron en el 25,6 %<sup>22</sup> de las entidades (36 % en Europa). Es significativo que el 40,3 % de las entidades no haya contestado a esta pregunta. Por lo que se refiere a la IA generativa, el modelo más utilizado es el

18 La infraestructura híbrida combina soluciones tanto privadas como comerciales.

19 En esta pregunta las entidades podían especificar hasta tres proveedores de IA. Al calcular este porcentaje se han excluido las respuestas en blanco.

20 En esta pregunta las entidades podían indicar el método de desarrollo del modelo de IA en hasta tres casos de uso. Al calcular este porcentaje se han excluido las respuestas en blanco.

21 Véase nota al pie número 20.

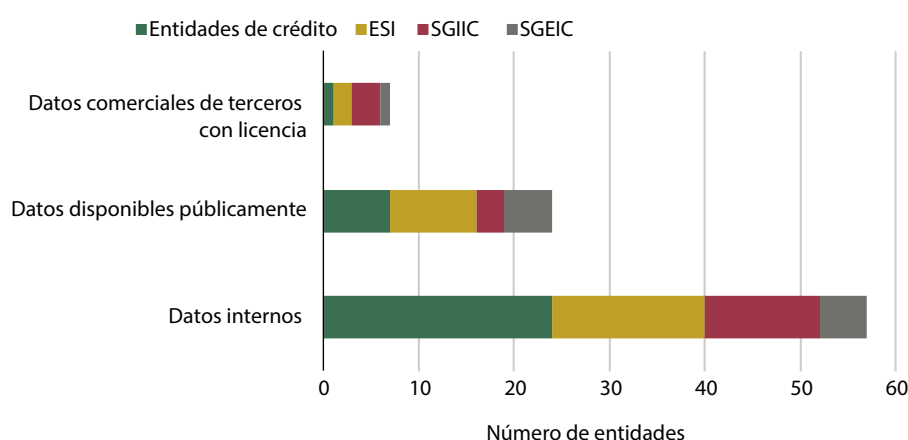
22 Véase nota al pie número 20.

comercial (70,1 %<sup>23</sup>), seguido de los modelos en abierto (20,8 %<sup>24</sup>) y, en menor proporción, los desarrollados internamente.

La calidad de los datos con los que se entrenan los modelos de IA adquiere un carácter crítico porque el modelo tomará decisiones erróneas si están sesgados. A la pregunta sobre el tipo de datos de entrenamiento utilizados en sus modelos, que es otra pregunta más en la que se podían seleccionar varias opciones, respondieron señalando —sobre todo las entidades de crédito y las ESI— que entrenaban a los modelos fundamentalmente con datos internos (78,1 %<sup>25</sup>). Las ESI son las que más utilizaban datos disponibles públicamente (32,9 %<sup>26</sup>), un 9,6 %<sup>27</sup> empleaba datos comerciales de terceros bajo licencia y más del 50 % no respondió a esta pregunta (véase gráfico 12).

### Tipos de datos de entrenamiento de los modelos<sup>1</sup>

GRÁFICO 12



Fuente: Elaboración propia.

<sup>1</sup> El número de entidades puede ser superior a 67, ya que cada entidad podía especificar los tipos de datos de entrenamiento utilizados en los modelos de IA asociados de hasta tres casos de uso.

### 3.8 Tipo de tecnología de IA y su nivel de autonomía

Las respuestas sobre los tipos de tecnología de IA utilizada en los casos de uso reportados por las entidades españolas son inferiores a los europeos en todos los casos, salvo para la IA agéntica<sup>28</sup>, donde son superiores. La IA generativa es, con diferencia, la opción más usada (54,5 %<sup>29</sup>), sobre todo por las ESI y las entidades de

23 En esta pregunta las entidades podían especificar si utilizaban modelos comerciales o en abierto hasta en tres casos de uso. Al calcular este porcentaje se han excluido las respuestas en blanco.

24 Véase nota al pie número 23.

25 En esta pregunta las entidades podían señalar los tipos de datos de entrenamiento de sus modelos de IA hasta en tres casos de uso. Al calcular este porcentaje se han excluido las respuestas en blanco.

26 Véase nota al pie número 25.

27 Véase nota al pie número 25.

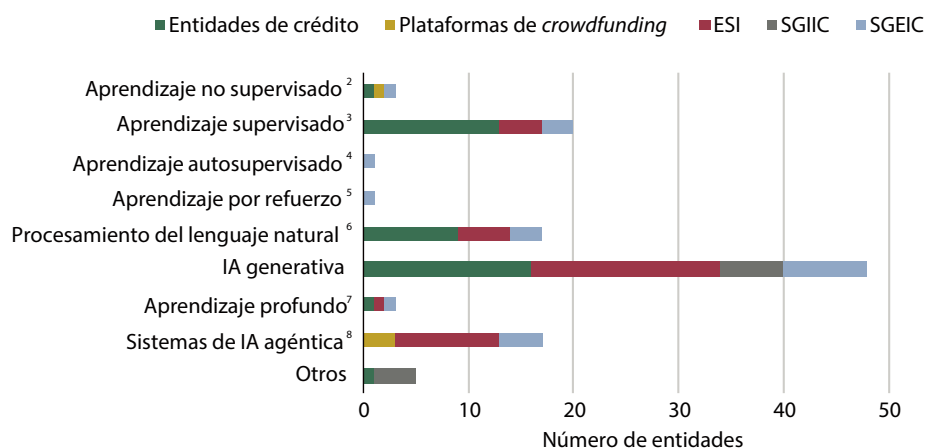
28 La IA agéntica se basa en los sistemas orientados a objetivos que evalúan situaciones, toman decisiones y ejecutan tareas complejas con alta autonomía, colaborando entre sí si son varios agentes (Regueral, Programa de Innovación en Inteligencia Artificial, 2026).

29 En esta pregunta las entidades podían indicar el tipo de tecnología de IA utilizada hasta en tres casos de uso. Al calcular este porcentaje se han excluido las respuestas en blanco.

crédito. La siguen el aprendizaje supervisado<sup>30</sup> (22,7 %<sup>31</sup>), los sistemas de IA agén- tica (19,3 %<sup>32</sup>) y el procesamiento del lenguaje natural<sup>33</sup> (19,3 %<sup>34</sup>) (véase gráfi- co 13). Al igual que sucede en Europa, cuando la encuesta plantea un tema que re- quiere cierta especialización, muchas respuestas quedan en blanco. En este caso, un 41,8 % de los encuestados no respondió a la pregunta. Entre las entidades europeas los porcentajes de uso de estas tecnologías son: IA generativa (71 %), procesamien- to del lenguaje natural (28 %) y sistemas de IA agén tica (17 %) (Bagattini, Khelifi y Mejdahl, 2026).

### Tipología de las tecnologías de IA usadas<sup>1</sup>

GRÁFICO 13



Fuente: Elaboración propia.

<sup>1</sup> El número de entidades puede ser superior a 67, ya que cada entidad podía señalar la tecnología de IA utilizada hasta en tres casos de uso.

<sup>2</sup> «Aprendizaje no supervisado»: el modelo busca patrones en datos no etiquetados (López-Rubio Fernández, 2026).

<sup>3</sup> El aprendizaje supervisado se basa en ejemplos etiquetados (López-Rubio Fernández, 2026).

<sup>4</sup> «Aprendizaje autosupervisado»: los modelos autosupervisados generan etiquetas implícitas a partir de datos no estructurados (Bergmann, 2023).

<sup>5</sup> «Aprendizaje por refuerzo»: el modelo aprende mediante prueba y error (López-Rubio Fernández, 2026).

<sup>6</sup> El procesamiento del lenguaje natural (NLP) consiste en interpretar, manipular y comprender el lenguaje humano (Amazon Web Services, 2026)

<sup>7</sup> «Aprendizaje profundo»: inspirado en la estructura del cerebro humano, utiliza subconjuntos del aprendi- zaje automático impulsados por redes neuronales multicapa (Bergmann, 2025).

<sup>8</sup> La IA agén tica se basa en los sistemas orientados a objetivos que evalúan situaciones, toman decisiones y ejecutan tareas complejas con alta autonomía, colaborando entre sí si son varios agentes (Regueral, 2026)

El grado de autonomía de los sistemas de IA utilizados por las entidades españolas permite conocer si estos están sometidos a supervisión. Así, el 64,4 %<sup>35</sup> señalaba

<sup>30</sup> El aprendizaje supervisado se basa en ejemplos etiquetados (López-Rubio Fernández, 2026).

<sup>31</sup> Véase nota al pie número 29.

<sup>32</sup> Véase nota al pie número 29.

<sup>33</sup> El procesamiento del lenguaje natural (NLP) consiste en interpretar, manipular y comprender el lengua- je humano (Amazon Web Services, 2026).

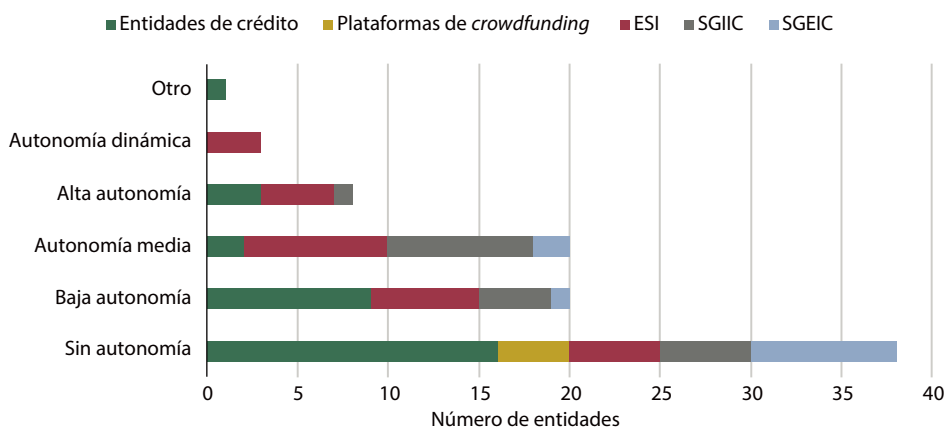
<sup>34</sup> Véase nota al pie número 29

<sup>35</sup> En esta pregunta, las entidades podían especificar el nivel de autonomía de hasta tres casos de uso. Al calcular este porcentaje se han excluido las respuestas en blanco.

que sus casos de uso tenían baja<sup>36</sup> o ninguna autonomía (77 % en el caso europeo), encontrándose la mayoría en las entidades de crédito. Los sistemas con una autonomía media<sup>37</sup>, alta<sup>38</sup> e incluso dinámica se encontraban en todo tipo de entidades, aunque su presencia era más relevante en las ESI (véase gráfico 14). El 40,3 % de las entidades españolas no contestó a la pregunta.

### Nivel de autonomía de la IA usada<sup>1</sup>

GRÁFICO 14



Fuente: Elaboración propia.

<sup>1</sup> El número de entidades puede ser superior a 67, ya que cada entidad podía indicar el nivel de autonomía de hasta tres casos de uso.

### 3.9 Explicabilidad y materialidad

Dos preguntas concatenadas plantean hasta qué punto los procesos internos y los criterios utilizados por los sistemas de IA pueden ser entendidos y evaluados por los usuarios, así como los métodos empleados en este proceso, al que se ha denominado explicabilidad<sup>39</sup>. Esto permite a las entidades conocer el nivel de transparencia de la tecnología utilizada. Según esta encuesta, para un 60,3 %<sup>40</sup> de las respuestas de las entidades la explicabilidad de sus casos de uso era alta o muy elevada —destacando en este grupo las entidades de crédito y las ESI— mientras que para un 29,5 %<sup>41</sup> su explicabilidad era media (véase gráfico 15). Las entidades europeas consideran que el grado de explicabilidad de sus modelos es medio. De nuevo, el número de respuestas en blanco fue muy elevado: casi del 48 %.

36 La baja autonomía o *Human-in-the-Loop* se refiere a un sistema o proceso en el que un ser humano participa activamente en el funcionamiento, la supervisión o la toma de decisiones de un sistema automatizado (Stryker, 2025).

37 La autonomía media implica que la IA actúa a menos que el ser humano intervenga (ESMA Consumer Sustainability and Innovation Analysis Unit, 2025).

38 La alta autonomía implica que la IA actúa independientemente, sin que el ser humano se involucre (ESMA Consumer Sustainability and Innovation Analysis Unit, 2025).

39 Véase Bagattini, Khelifi y Mejdahl (2026).

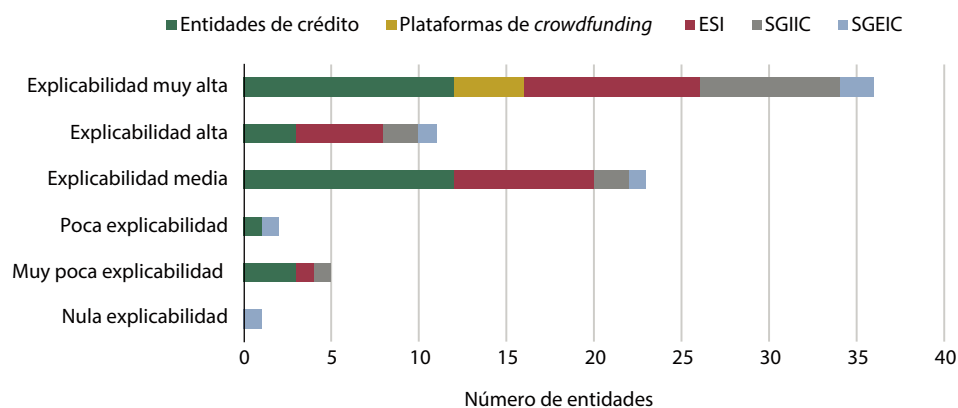
40 En esta pregunta, las entidades podían especificar el grado de explicabilidad del modelo de IA utilizado hasta en tres casos de uso. Al calcular este porcentaje se han excluido las respuestas en blanco.

41 Véase nota al pie número 40.

La cuestión se completa preguntando qué métodos se utilizan para conseguir ese grado de explicabilidad. Entre los distintos métodos utilizados, destacó el de los valores Shapley<sup>42</sup> (18,8 %<sup>43</sup>) que es el más común en las entidades de crédito, pero solo el 41,8 % de las entidades identificó la metodología usada para este fin.

### Explicabilidad de los modelos de IA usados<sup>1</sup>

GRÁFICO 15



Fuente: Elaboración propia.

<sup>1</sup> El número de entidades puede ser superior a 67, ya que cada entidad podía indicar el grado de explicabilidad de hasta tres casos de uso.

La materialidad<sup>44</sup> es otro de los asuntos relevantes a la hora de evaluar si es interesante para las entidades utilizar la IA. El 64,4 %<sup>45</sup> declaró que el impacto potencial del uso de la IA en su negocio es bajo —en mayor medida para las entidades de crédito—, el 26,6 %<sup>46</sup> de las respuestas de las entidades lo valoró como medio —principalmente para las ESI— y únicamente para un 8,9 %<sup>47</sup> de los casos de uso fue alto —sobre todo para las SGEIC—. El 40,3 % de las entidades no indicó el grado de materialidad para ningún caso de uso.

### 3.10 Marco de gobernanza y medidas de seguridad

El marco de gobernanza se refiere a los controles y procesos implementados por las entidades para gobernar la IA. Dado que los riesgos por el uso inadecuado de esta tecnología son importantes, la encuesta pregunta también sobre esta cuestión. La

42 Los valores Shapley son un método de explicabilidad de los modelos de IA que mide cuál es la distribución justa de cada variable al modelo.

43 En esta pregunta las entidades podían señalar los métodos de explicabilidad de los modelos de IA utilizados hasta en tres casos de uso. Al calcular este porcentaje se han excluido las respuestas en blanco.

44 La materialidad se refiere al impacto potencial de la aplicación de IA en la solvencia de la empresa, el desempeño financiero o el perfil de riesgo (ESMA Consumer Sustainability and Innovation Analysis Unit, 2025).

45 En esta pregunta las entidades podían indicar el grado de materialidad de la aplicación de IA hasta en tres casos de uso. Al calcular este porcentaje se han excluido las respuestas en blanco.

46 Véase nota al pie número 45.

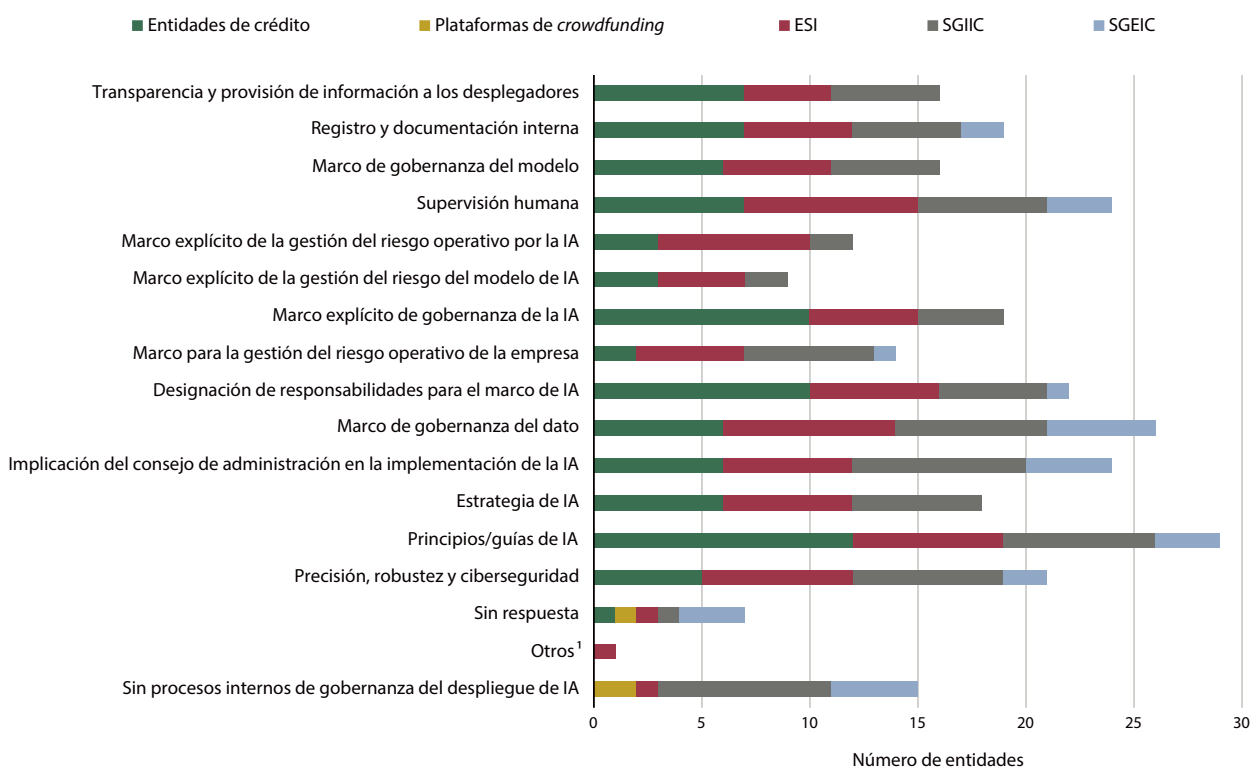
47 Véase nota al pie número 45.

existencia de unos principios y guías para el uso de la IA es el marco de gobernanza más utilizado (43,3 %), seguido por el gobierno del dato (38,9 %), por la implicación del propio consejo de administración y la alta dirección en la implementación de la IA (35,8 %), y por la asignación de responsabilidades para el gobierno de la IA (32,8 %). También es significativo resaltar que el 35,8 % de las entidades declaró que su marco de gobernanza incluía la supervisión humana de los resultados producidos por la IA (véase gráfico 16).

Otra pregunta relacionada con el marco de gobernanza se refiere a las medidas de seguridad implementadas para minimizar los riesgos por el uso inadecuado de la IA y por la obtención de resultados erróneos debido a las alucinaciones. La supervisión humana es la medida de seguridad más utilizada (43,3 %), seguida por las restricciones de entrada y salida de información (30 %). Las ESI son las que más utilizan este tipo de controles. A estas medidas de seguridad se suman, aunque en menor porcentaje, la comprobación de la integridad de los datos (26,9 %), los fallos en la monitorización y en el sistema de alerta (25,4 %), y la implementación de sistemas redundantes o de respaldo por fallos en los de uso principal (23,9 %). Estas últimas medidas de seguridad están implementadas especialmente en las SGIIC y en las ESI.

### Marco de gobernanza<sup>1</sup>

GRÁFICO 16



Fuente: Elaboración propia.

<sup>1</sup> Según la encuesta, la opción «Otros» hace referencia a que el proceso de incorporación del vendedor evalúa explícitamente a los vendedores potenciales de IA.



## 4 Conclusiones y pasos futuros

Las entidades participantes en los mercados financieros están incorporando la IA en sus sistemas porque esperan que les pueda aportar mejoras en sus modelos de negocio. Las respuestas de las 67 entidades españolas que han participado en la encuesta de ESMA, distribuida en 2025, sugieren que la adopción de la IA está siendo gradual y desigual entre las distintas entidades. Aunque este trabajo tiene limitaciones relacionadas con el elevado porcentaje de preguntas sin respuesta, lo cual puede ser sintomático de un estado inicial de adopción de esta tecnología y de cierta incertidumbre en cuanto a sus efectos, sí que es posible identificar algunas tendencias de interés.

Las perspectivas de inversión en IA parecen ser optimistas, pues más del 60 % de las entidades expresa su intención de incrementarla a corto plazo debido, en gran medida, a las expectativas positivas de ahorro de costes o ganancias en eficiencia, especialmente para las ESI y sociedades gestoras. Por el contrario, hay menos optimismo ante la posibilidad de que se incrementen los ingresos por el uso de la IA generativa, la más utilizada, siendo los beneficios percibidos más importantes aquellos principalmente analíticos (básicamente mejoras en el análisis de datos y en los procesos internos). Por otro lado, las entidades están impulsando el uso de esta tecnología entre sus empleados (más del 70 % de las empresas revela que o bien han formado a su personal o tienen planes de hacerlo próximamente). De hecho, los empleados de un 42 % de las entidades reciben formación de carácter general, si bien solamente el 14,4 % de los directivos tiene una comprensión completa de la IA.

Los riesgos y desafíos más relevantes de la IA se relacionan con la protección y la calidad de los datos, la ciberseguridad y la dependencia de terceros. En este último ámbito cabe destacar que un tercio de las entidades participantes se apoyan exclusivamente en proveedores comerciales (únicos o múltiples), sobre todo las ESI y las SGEIC. En relación con los modelos de IA, la mayoría se desarrollan internamente, aunque un 25,6 % de las entidades utiliza modelos comerciales estándar o en abierto sin ningún tipo de modificación. Sin embargo, los datos que se utilizan para el entrenamiento de los modelos de IA son en su mayoría internos, sobre todo en las entidades de crédito, mientras que los datos que son públicos se emplean principalmente en las ESI y las SGEIC.

En cuanto a los modelos de IA utilizados en los casos de uso, se caracterizan por tener una tasa de explicabilidad muy alta y una materialidad baja. Estos modelos se concentran en las entidades de crédito y en las ESI. Por otro lado, la mayoría de los proveedores de IA son extranjeros y solo el 8,5 % son nacionales.

Aunque la mayoría de sus casos de uso tienen un nivel de riesgo mínimo o limitado, las entidades españolas —sobre todo las entidades de crédito— declaran verse

fuertemente afectadas por la entrada en vigor del Reglamento europeo sobre IA. Los principios y guías de la IA constituyen el marco de gobernanza más usado y la supervisión humana permanente es la principal medida de seguridad.

Finalmente, aunque con algunas pequeñas diferencias en aspectos muy específicos, los resultados de la encuesta no son muy distintos del conjunto de las entidades participantes en Europa. A nivel europeo también se observa una implantación progresiva de la tecnología, aunque desigual entre las distintas compañías en función de su tamaño y de los distintos sectores a los que pertenecen.

Al ser la IA una tecnología que está en continuo desarrollo, la CNMV monitoriza que las entidades españolas cumplan la legislación para minimizar el riesgo de que un mal uso de esta acabe afectando a la estabilidad financiera, al correcto funcionamiento de los mercados y a la protección del inversor.

## Bibliografía

Amazon Web Services (2026). *¿Qué es el procesamiento de lenguaje natural (NLP)?* Recuperado el 6 de marzo de 2026, de Amazon Web Services: <https://aws.amazon.com/es/what-is/nlp/>

Bagattini, G., Khelifi, N. y Mejdahl, V. (2026). *AI adoption and trends in securities markets: EU evidence*. European Securities and Markets Authority (ESMA), Economics, Financial Stability and Risk Department. París: European Securities and Markets Authority (ESMA). Recuperado el 4 de marzo de 2026, de [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2026-02/ESMA50-481369926-30599\\_TRV\\_Risk\\_Analysis\\_AI\\_adoption\\_and\\_trends\\_in\\_securities\\_markets.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2026-02/ESMA50-481369926-30599_TRV_Risk_Analysis_AI_adoption_and_trends_in_securities_markets.pdf)

Bergmann, D. (5 de diciembre de 2023). *¿Qué es el aprendizaje autosupervisado?* Recuperado el 6 de marzo de 2026, de IBM: <https://www.ibm.com/es-es/think/topics/self-supervised-learning>

Bergmann, D. (15 de septiembre de 2025). *¿Qué es el aprendizaje profundo?* Recuperado el 6 de marzo de 2026, de IBM: <https://www.ibm.com/mx-es/think/topics/deep-learning>

ESMA Consumer Sustainability and Innovation Analysis Unit. (18 de Junio de 2025). *Use of AI in securities markets Survey*.

Kalai, A., Vempala, S., Nachum, O., Zhang, E., Robinson, D., Jain, S., . . . Heidecke, J. (5 de septiembre de 2025). *Por qué los modelos de lenguaje alucinan*. Recuperado el 12 de febrero de 2026, de Open AI: <https://openai.com/es-419/index/why-language-models-hallucinate/>

López-Rubio Fernández, J. (13 de enero de 2026). *Programa de Innovación en Inteligencia Artificial*. Instituto de Estudios Bursátiles (IEB).

López-Rubio Fernández, J. (27 de enero de 2026). *Programa de Innovación en Inteligencia Artificial*. Instituto de Estudios Bursátiles (IEB).

Regueral, B. (12 de febrero de 2026). *Programa de Innovación en Inteligencia Artificial*. Instituto de Estudios Bursátiles (IEB).

Regueral, B. (10 de febrero de 2026). *Programa de Innovación en Inteligencia Artificial*. Instituto de Estudios Bursátiles (IEB).

Stryker, C. (8 de Julio de 2025). *¿Qué es human-in-the-loop?* Recuperado el 6 de marzo de 2026, de IBM.es: <https://www.ibm.com/es-es/think/topics/human-in-the-loop>



### III Anexo legislativo



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

## Normativa nacional

- **Real Decreto 999/2025, de 5 de noviembre**, por el que se modifica el Real Decreto 1012/2015, de 6 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, y por el que se modifica el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos de entidades de crédito.

Mediante este real decreto se adoptan las disposiciones necesarias para dar cumplimiento al Reglamento (UE) 2022/2036 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de octubre de 2022, por el que se modifican el Reglamento (UE) n.º 575/2013 y la modificación operada en la Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, en lo que respecta al tratamiento prudencial de entidades de importancia sistémica mundial con una estrategia de resolución basada en una activación múltiple y métodos para la suscripción indirecta de instrumentos admisibles de cara a cumplir el requisito mínimo de fondos propios y pasivos admisibles.

En concreto, se incorpora a nuestro ordenamiento la nueva redacción introducida por el artículo 2 del Reglamento (UE) 2022/2036 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de octubre de 2022, al apartado 4 del artículo 45 *quinquies* y al apartado 2 del artículo 45 *nonies*, ambos de la Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014.

Se modifican los artículos 71.4 y 82.3 del Real Decreto 1012/2015, de 6 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, y por el que se modifica el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos de entidades de crédito. Esta modificación pretende dar mayor amparo legal a la práctica seguida por la autoridad de resolución pertinente (en este caso, la Junta Única de Resolución) por la que, para determinar los requisitos de fondos propios y pasivos elegibles (MREL, por sus siglas en inglés) comparables de las entidades de importancia sistémica mundial (EISM, por sus siglas en inglés) con una estrategia de resolución basada en una activación múltiple (MPE, por sus siglas en inglés), se tengan en cuenta las filiales de estas EISM en terceros Estados que habrían tenido la consideración de entidad de resolución si estuvieran establecidas en la Unión Europea. Su finalidad sería comparar y, en su caso, reducir o eliminar la diferencia entre la suma de los requisitos de MREL de una EISM con una estrategia de resolución basada en un MPE y el requisito de dicho grupo si la estrategia de resolución estuviera basada en una activación única (SPE, por sus siglas en inglés), favoreciendo la igualdad de trato.

- **Ley 10/2025, de 26 de diciembre**, por la que se regulan los servicios de atención a la clientela.

Esta ley tiene por objeto la regulación de los niveles mínimos de calidad y de la evaluación de los servicios de atención a la clientela de las empresas que presten determinados servicios de carácter básico de interés general y de las grandes empresas.

En su ámbito de aplicación, se establece que los servicios financieros se rigen por su normativa sectorial de aplicación y, en particular, por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero. En particular, los servicios financieros se regirán en lo referido a la atención a la clientela por la normativa sectorial que les sea de aplicación en cada momento, siendo la presente norma de aplicación supletoria. No serán de aplicación al sector financiero el apartado 8 del artículo 13 ni los artículos 18, 19, 21, 22 y 23 (referidos a la implantación de un sistema de valoración de la satisfacción del cliente, la colaboración con las asociaciones de consumidores y Administraciones públicas, los sistemas de evaluación y la auditoría relativa al sistema de evaluación por las empresas que deberán implantar e infracciones y sanciones) de esta ley. La supervisión de la normativa en materia de servicios de atención a la clientela en el sector financiero recaerá, en todos los casos, en las autoridades supervisoras competentes que regule la propia normativa sectorial.

En esta ley se modifica la regulación sectorial de protección de la clientela recogida en la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (se modifica el artículo 29, Departamento de atención a la clientela y Defensor de la Clientela) con el objetivo de actualizar y elevar los niveles de protección de la clientela, en línea con la presente norma, pero asegurando la prevalencia de la normativa sectorial. A tal fin se elevan los requisitos materiales que deben ser alcanzados por los servicios de atención a la clientela en el sector financiero, pero teniendo en consideración sus particularidades.

La disposición final segunda de esta ley modifica el artículo 30 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, que regula la presentación de reclamaciones, quejas y consultas ante el Banco de España, la CNMV y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, disponiéndose que sus servicios de reclamaciones, hasta la creación de la entidad a la que se refiere la disposición adicional primera de la Ley 7/2017, de 2 de noviembre, por la que se incorpora al ordenamiento jurídico español la Directiva 2013/11/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013, relativa a la resolución alternativa de litigios en materia de consumo, atenderán las quejas y reclamaciones que presenten los usuarios de servicios financieros que estén relacionadas con sus intereses y derechos legalmente reconocidos, y que deriven de presuntos incumplimientos por las entidades reclamadas, de la normativa de transparencia y protección de la clientela o de las buenas prácticas y usos financieros.

Los servicios de reclamaciones atenderán también las consultas que formulen los usuarios de servicios financieros sobre las normas aplicables en materia de transparencia y protección de la clientela, así como sobre los cauces legales existentes para el ejercicio de sus derechos.

Esta ley deroga cuantas disposiciones de igual o inferior rango se opongan, contradigan o resulten incompatibles con lo dispuesto en la presente ley y, en particular, los artículos 6, 9, 10, 11, 12, 13, 14, 15 y 16 de la Orden ECO/734/2004, de 11 de marzo, sobre los departamentos y servicios de atención al cliente y el defensor del cliente de las entidades financieras.

## Comisión Nacional del Mercado de Valores

- **Resolución de 25 de noviembre de 2025**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica el Convenio con la Universidad San Pablo CEU, para la realización de prácticas externas curriculares y extracurriculares de grado y máster.
- **Resolución de 14 de enero de 2026**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica el Convenio con el Colegio Universitario de Estudios Financieros, para la realización de prácticas externas curriculares y extracurriculares del alumnado de titulaciones oficiales de grado y máster.

## Otros

- **Orden ECM/1155/2025, de 14 de octubre**, por la que se regula el préstamo de determinados valores e instrumentos financieros de las instituciones de inversión colectiva.

El objetivo fundamental de esta norma es habilitar la práctica del préstamo de valores a las instituciones de inversión colectiva, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 30.6 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, permitiéndoles ofrecer mayores rentabilidades a sus partícipes y accionistas, todo ello sin menoscabo de la protección de los inversores y de la seguridad de sus inversiones.

La orden desarrolla las reglas aplicables a las operaciones de préstamo de valores, establece un régimen de garantías sobre estas, impone obligaciones de información y control interno para las sociedades gestoras y las sociedades de inversión, e incluye las obligaciones de los depositarios de las instituciones prestamistas, que han de velar por el cumplimiento de las normas aplicables al préstamo de valores.

El artículo 5 establece los valores susceptibles de préstamo, esto es, los valores e instrumentos financieros contemplados en las letras a) y b) del artículo 2.1 de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión.

Se deroga la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda, de 31 de julio de 1991, sobre cesión de valores en préstamo por las instituciones de inversión colectiva y régimen de recursos propios, de información y contable de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva.

La disposición final segunda habilita a la CNMV para dictar las disposiciones necesarias sobre contabilidad y requisitos específicos de información en relación con las operaciones de préstamo de valores.

- **Circular 1/2025, de 19 de diciembre**, del Banco de España, por la que se modifican la Circular 4/2017, de 27 de noviembre, a entidades de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros, y la Circular 1/2013, de 24 de mayo, sobre la Central de Información de Riesgos.

- i) Esta circular modifica la Circular 4/2017 para mantener el alineamiento con las normas internacionales de información financiera adoptadas en la Unión Europea (NIIF-UE), con sujeción a lo establecido en el Código de Comercio, evitando la aplicación de criterios contables distintos en las cuentas anuales individuales y consolidadas, y recogiendo los cambios en la NIIF-UE 9, Instrumentos financieros.

Además, se incorporan en la Circular 4/2017 los cambios en las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) 1, Presentación de estados financieros y 8, Políticas contables, cambios en las estimaciones contables y errores, en virtud del Reglamento (UE) 2022/357 de la Comisión, de 2 de marzo de 2022, que modifica el Reglamento (CE) n.º 1126/2008, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) n.º 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a las Normas Internacionales de Contabilidad 1 y 8. Asimismo, se incorporan en la Circular 4/2017, de 27 de noviembre, los cambios realizados en la NIC-UE 12, Impuesto sobre las ganancias, en virtud del Reglamento (UE) 2023/2468 de la Comisión, de 8 de noviembre de 2023, por el que se modifica el Reglamento (UE) 2023/1803 en lo referente a la Norma Internacional de Contabilidad 12.

- ii) En segundo lugar, las modificaciones que la presente circular realiza en la Circular 4/2017 incorporan el resultado de la revisión de los requerimientos relativos a las coberturas por riesgo de crédito por razón de riesgo-país.
- iii) Se introducen otras modificaciones menores para incorporar las aclaraciones y las correcciones necesarias identificadas en el tiempo transcurrido desde la última modificación de la Circular 4/2017. Concretamente, se revisa la definición de algunos productos, como los anticipos distintos de préstamos y los préstamos renovables; se actualizan determinadas referencias normativas que han quedado obsoletas; se incluyen aclaraciones sobre la interacción entre los criterios de valoración de los instrumentos financieros y los de los activos no corrientes mantenidos para la venta, y se suprime en el anejo 9 el tratamiento de los acuerdos de

refinanciación del régimen especial en la fecha en la que se otorgan, como consecuencia de que dichos acuerdos especiales de reestructuración han dejado de estar regulados con el texto refundido de la Ley Concursal.

- iv) Por último, se introducen cambios en los estados financieros reservados para añadir o suprimir determinada información.
- **Resolución de 18 de diciembre de 2025**, del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, por la que se publica el Convenio con la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en materia de recuperación y resolución de empresas de servicios de inversión y otros ámbitos de cooperación.
- **Resolución de 24 de febrero de 2026**, de la Subsecretaría, por la que se publica la Adenda de prórroga del Convenio entre el Ministerio del Interior y la Comisión Nacional del Mercado de Valores, A.A.I., para la persecución del fraude financiero por personas o entidades no autorizadas.

## European Securities Markets Authority (ESMA)

- **Directrices sobre la externalización de servicios a proveedores de servicios en la nube** (30.09.2025). European Securities and Markets Authority (ESMA).
- **Directrices sobre los criterios para la evaluación de los conocimientos y competencias en virtud del Reglamento relativo a los mercados de criptoactivos (MICA)** (28.01.2026). European Securities and Markets Authority (ESMA).

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

- **Reglamento (UE) 2025/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo**, de 8 de octubre de 2025, por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 1092/2010, (UE) n.º 1093/2010, (UE) n.º 1094/2010, (UE) n.º 1095/2010, (UE) n.º 806/2014, (UE) 2021/523 y (UE) 2024/1620 en lo que respecta a determinados requisitos de información en los ámbitos de los servicios financieros y el apoyo a la inversión.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 2088 de 21/10/2025, pp. 1-25.

- **Reglamento Delegado (UE) 2025/1246 de la Comisión**, de 18 de junio de 2025, por el que se modifican las normas técnicas de regulación establecidas en los Reglamentos Delegados (UE) 2017/583 y (UE) 2017/587 en lo que respecta a los requisitos de transparencia aplicables a los centros de negociación y las empresas de servicios de inversión con relación a los bonos, los productos de titulización, los derechos de emisión y las acciones e instrumentos asimilados.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 1246 de 03/11/2025, pp. 1-77.

- **Reglamento Delegado (UE) 2025/1143 de la Comisión**, de 12 de junio de 2025, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a los requisitos de autorización y de organización aplicables a los agentes de publicación autorizados y los sistemas de información autorizados, así como los requisitos de autorización aplicables a los proveedores de información consolidada, y por el que se deroga el Reglamento Delegado (UE) 2017/571 de la Comisión.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 1143 de 03/11/2025, pp. 1-20.

- **Reglamento Delegado (UE) 2025/1155 de la Comisión**, de 12 de junio de 2025, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación en las que se especifican los datos de entrada y de salida de los sistemas de información consolidada, la sincronización de los relojes comerciales y la redistribución de ingresos por parte del proveedor de información consolidada para acciones y fondos cotizados, y por el que se deroga el Reglamento Delegado (UE) 2017/574 de la Comisión.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 1155 de 03/11/2025, pp. 1-33.

- **Reglamento Delegado (UE) 2025/1156 de la Comisión**, de 12 de junio de 2025, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la obligación de poner a disposición del público los datos de mercado en condiciones comerciales razonables.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 1156 de 03/11/2025, pp. 1-21.

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2025/1157 de la Comisión**, de 12 de junio de 2025, por el que se establecen normas técnicas de ejecución para la aplicación del Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a los modelos de formularios, plantillas y procedimientos para la autorización de los agentes de publicación autorizados, los sistemas de información autorizados y los proveedores de información consolidada, y las notificaciones conexas, y por el que se deroga el Reglamento de Ejecución (UE) 2017/1110 de la Comisión.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 1157 de 03/11/2025, pp. 1-26.

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2025/2303 de la Comisión**, de 14 de noviembre de 2025, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en relación con los procedimientos, modelos de formularios y plantillas para la notificación de información a efectos de los planes de resolución para las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión, de conformidad con la Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, y por el que se deroga el Reglamento de Ejecución (UE) 2018/1624 de la Comisión.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 2303 de 10/12/2025, pp. 1-47.

- **Reglamento Delegado (UE) 2025/1246 de la Comisión**, de 18 de junio de 2025, por el que se modifican las normas técnicas de regulación establecidas en los Reglamentos Delegados (UE) 2017/583 y (UE) 2017/587 en lo que respecta a los requisitos de transparencia aplicables a los centros de negociación y las empresas de servicios de inversión con relación a los bonos, los productos de titulización, los derechos de emisión y las acciones e instrumentos asimilados.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 1246 de 03/11/2025, pp. 1-77.

- **Reglamento Delegado (UE) 2025/1143 de la Comisión**, de 12 de junio de 2025, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a los requisitos de autorización y de organización aplicables a los agentes de publicación autorizados y los sistemas de información autorizados, así como los requisitos de autorización aplicables a los proveedores de información consolidada, y por el que se deroga el Reglamento Delegado (UE) 2017/571 de la Comisión.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 1143 de 03/11/2025, pp. 1-20.

- **Reglamento Delegado (UE) 2025/1155 de la Comisión**, de 12 de junio de 2025, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación en las que se especifican los datos de entrada y de salida de los sistemas de información consolidada, la sincronización de los relojes comerciales y la redistribución de ingresos por parte del proveedor de información consolidada para acciones y fondos cotizados, y por el que se deroga el Reglamento Delegado (UE) 2017/574 de la Comisión.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 1155 de 03/11/2025, pp. 1-33.

- **Reglamento Delegado (UE) 2025/1156 de la Comisión**, de 12 de junio de 2025, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la obligación de poner a disposición del público los datos de mercado en condiciones comerciales razonables.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 1156 de 03/11/2025, pp. 1-21.

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2025/1157 de la Comisión**, de 12 de junio de 2025, por el que se establecen normas técnicas de ejecución para la aplicación del Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a los modelos de formularios, plantillas y procedimientos para la autorización de los agentes de publicación autorizados, los sistemas de información autorizados y los proveedores de información consolidada, y las notificaciones conexas, y por el que se deroga el Reglamento de Ejecución (UE) 2017/1110 de la Comisión.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 1157 de 03/11/2025, pp. 1-26.

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2025/2303 de la Comisión**, de 14 de noviembre de 2025, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en relación con los procedimientos, modelos de formularios y plantillas para la notificación de información a efectos de los planes de resolución para las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión, de conformidad con la Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, y por el que se deroga el Reglamento de Ejecución (UE) 2018/1624 de la Comisión.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 2303 de 10/12/2025, pp. 1-47.

- **Reglamento Delegado (UE) 2026/269 de la Comisión**, de 29 de octubre de 2025, por el que se modifica el Reglamento Delegado (UE) 2015/35 en lo que respecta a las provisiones técnicas, las medidas de garantía a largo plazo, los fondos propios, el riesgo de acciones, el riesgo de diferencial de las posiciones de titulización, otro capital obligatorio según la fórmula estándar, la presentación y divulgación de información, la proporcionalidad y la solvencia de grupo.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 269 de 18/02/2026, pp. 1-187.

# IV Anexo estadístico



# 1 Mercados

## 1.1 Renta variable

### Emisiones y OPV<sup>1</sup>

CUADRO 1.1

	2023	2024	2025	2025				2026
				I	II	III	IV	I
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>								
Total	20	29	27	10	12	11	13	10
Ampliaciones de capital	20	29	27	9	12	11	13	10
Ofertas públicas de suscripción de valores	0	2	2	1	0	1	0	0
Ampliaciones de capital liberadas	11	10	9	3	4	3	2	3
De las cuales dividendo elección	10	8	8	3	4	3	1	0
Ampliaciones de capital por conversión	3	6	6	0	3	3	5	4
De contrapartida no monetaria	1	2	3	0	1	3	1	0
Con derecho de suscripción preferente	2	3	4	3	1	1	0	0
Sin negociación de derechos de suscripción	4	12	11	3	4	3	5	6
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0	1	2	1	0	1	0	0
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	39	67	63	13	16	17	17	18
Ampliaciones de capital	39	66	61	12	16	16	17	18
Ofertas públicas de suscripción de valores	0	3	4	3	0	1	0	0
Ampliaciones de capital liberadas	15	15	12	3	4	3	2	3
De las cuales dividendo elección	14	13	11	3	4	3	1	0
Ampliaciones de capital por conversión	14	24	17	0	6	4	7	5
De contrapartida no monetaria	1	3	5	0	1	3	1	0
Con derecho de suscripción preferente	2	3	5	3	1	1	0	0
Sin negociación de derechos de suscripción	7	18	18	3	4	4	7	10
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0	1	2	1	0	1	0	0
<b>IMPORTE EFECTIVO (millones de euros)</b>								
Total	3.677,5	9.321,2	11.671,7	2.163,7	657,3	8.516,9	333,8	966,5
Ampliaciones de capital	3.677,5	7.933,2	11.595,4	2.140,7	657,3	8.463,6	333,8	966,5
Ofertas públicas de suscripción de valores	0,0	1.559,5	1.239,1	839,1	0,0	400,0	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	3.281,0	3.524,0	3.655,3	1.140,4	254,7	2.210,5	49,7	66,8
De las cuales dividendo elección	3.279,5	3.522,2	3.653,6	1.140,4	254,7	2.210,5	48,0	0,0
Ampliaciones de capital por conversión	51,5	384,0	151,6	0,0	77,7	3,9	70,1	7,7
De contrapartida no monetaria <sup>2</sup>	5,2	263,4	782,1	0,0	11,8	743,3	26,9	0,0
Con derecho de suscripción preferente	181,1	94,8	235,2	108,0	50,0	77,2	0,0	0,0
Sin negociación de derechos de suscripción	158,5	2.107,4	5.532,2	53,2	263,1	5.028,7	187,1	892,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0,0	1.388,1	76,3	23,0	0,0	53,3	0,0	0,0
<b>IMPORTE NOMINAL (millones de euros)</b>								
Total	277,3	737,8	1.120,8	187,3	212,5	593,2	127,9	151,7
Ampliaciones de capital	277,3	719,3	1.102,9	187,1	212,5	575,4	127,9	151,7
Ofertas públicas de suscripción de valores	0,0	4,9	14,0	0,7	0,0	13,3	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	208,8	204,3	246,9	74,9	66,9	102,8	2,3	66,8
De las cuales dividendo elección	207,3	202,6	245,2	74,9	66,9	102,8	0,6	0,0
Ampliaciones de capital por conversión	40,7	23,0	74,0	0,0	15,5	0,1	58,4	0,3
De contrapartida no monetaria	0,8	4,4	177,3	0,0	3,9	173,0	0,4	0,0
Con derecho de suscripción preferente	21,8	17,7	178,1	100,3	48,1	29,7	0,0	0,0
Sin negociación de derechos de suscripción	5,1	464,9	412,7	11,3	78,1	256,5	66,7	84,7
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0,0	18,2	17,8	0,0	0,0	17,8	0,0	0,0
<b>Pro memoria: operaciones en BME Growth<sup>3</sup></b>								
Número de emisores	35	36	29	14	12	13	12	16
Número de emisiones	111	116	97	23	22	26	26	24
Importe efectivo (millones de euros)	1.517,9	884,6	570,9	140,7	196,1	73,4	160,6	172,8
Ampliaciones de capital	1.517,9	884,6	570,9	140,7	196,1	73,4	160,6	172,8
De ellas, mediante OPS	986,7	469,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2
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 MTF Equity, ETF (*Exchange Traded Funds* o fondos cotizados) 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.

## Sociedades admitidas a cotización<sup>1</sup>

CUADRO 1.2

	2023	2024	2025	2025				2026
				I	II	III	IV	I
Mercado continuo (MC). Total <sup>2</sup>	120	121	120	121	120	120	120	120
Empresas extranjeras	8	8	9	9	9	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	8	8	6	7	7	6	6	6
Madrid	3	3	3	3	3	3	3	3
Barcelona	5	6	4	5	5	4	4	4
Bilbao	0	2	2	2	2	2	2	2
Valencia	2	0	0	0	0	0	0	0
BME MTF Equity <sup>3</sup>	655	659	646	655	655	654	646	644
Latibex	18	18	16	18	18	19	16	15

1 Datos al final del periodo.

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

3 Antes MAB.

## Capitalización<sup>1</sup>

CUADRO 1.3

Millones de euros

	2023	2024	2025	2025				2026
				I	II	III	IV	I
Mercado continuo (MC). Total <sup>2</sup>	685.378,6	766.005,7	1.089.338,9	854.432,6	898.730,1	983.375,9	1.089.338,9	1.062.563,2
Empresas extranjeras <sup>3</sup>	18.357,4	21.220,6	27.124,8	23.863,8	26.447,2	26.094,3	27.124,8	26.293,0
Ibex 35	520.388,7	592.855,6	880.664,9	671.968,5	712.977,2	791.328,8	880.664,9	865.420,8
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	1.366,5	1.767,7	2.118,1	1.876,3	2.190,2	2.025,6	2.118,1	2.329,7
Madrid	33,2	37,7	37,7	37,7	37,7	37,7	37,7	37,7
Barcelona	1.234,0	1.236,5	2.076,1	1.857,5	2.138,8	2.006,5	2.076,1	2.287,6
Bilbao	14,7	18,9	18,9	18,9	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 <sup>4</sup>	34.634,1	38.160,8	40.688,8	38.213,8	39.914,0	39.213,8	40.688,8	40.149,3
Latibex	305,9	322,8	470,9	379,6	374,7	418,8	470,9	661,0

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 solo aquellas 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

	2023	2024	2025	2025				2026
				I	II	III	IV	I
Mercado continuo (MC). Total <sup>1</sup>	296.496,0	314.275,8	380.812,0	85.762,2	102.317,4	85.980,3	106.752,1	124.915,4
Empresas extranjeras	6.651,2	13.549,2	17.767,6	4.024,6	4.373,6	2.710,3	6.659,1	4.694,5
Segundo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros	2,3	6,5	5,0	1,7	0,6	1,5	1,1	0,7
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	2,3	6,5	5,0	1,7	0,6	1,5	1,1	0,7
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
BME MTF Equity <sup>2</sup>	2.871,5	3.571,3	3.670,3	754,9	718,2	1.012,7	1.184,5	1.015,8
Latibex	65,7	155,7	184,0	61,4	52,4	27,4	42,8	57,2

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

2 Antes MAB.

## Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación<sup>1</sup>

CUADRO 1.5

Millones de euros

	2023	2024	2025	2025				2026
				I	II	III	IV	I
En sesión	290.398,7	301.556,8	359.919,6	83.942,9	97.156,2	78.385,0	100.435,5	127.678,3
Órdenes	209.181,0	227.927,4	284.980,7	70.241,7	75.256,9	65.966,9	73.515,3	121.620,8
Aplicaciones	27.822,5	28.827,4	32.814,8	7.892,5	8.474,3	7.692,7	8.755,4	1.906,0
Bloques	53.395,3	44.802,0	42.124,1	5.808,7	13.425,1	4.725,5	18.164,8	4.151,5
Fuera de hora	2.291,9	2.648,8	2.124,1	135,9	582,9	275,3	1.130,0	527,2
Autorizadas	387,0	419,0	423,5	60,6	132,5	174,1	56,3	72,4
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opas	0,0	2.473,3	5.461,5	54,4	2.550,6	130,9	2.725,7	432,4
OPV	72,4	3.700,6	6.044,5	193,3	273,3	5.537,8	40,0	566,5
Toma de razón	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ejercicio de opciones	2.175,3	2.235,8	3.424,3	489,9	779,6	648,9	1.506,0	107,4
Operaciones de cobertura	911,9	1.204,3	2.175,5	651,0	605,5	403,0	516,0	218,9

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

## 1.2 Renta fija

### Admisión a negociación de renta fija privada de emisores españoles

CUADRO 1.6

Importes nominales en millones de euros

				2025				2026
	2023	2024	2025	I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>ADMISIONES EN AIAF</b>								
Total	75.209	51.264	74.405	19.366	24.473	13.978	16.589	25.572
A largo plazo	49.503	38.986	57.620	14.023	22.216	7.537	13.843	20.630
Bonos y obligaciones no convertibles	6.215	4.546	4.334	2.237	1.123	103	871	2.623
Bonos y obligaciones convertibles	130	100	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cédulas hipotecarias	22.750	16.500	34.250	6.000	15.750	3.250	9.250	13.750
Cédulas territoriales	750	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulización	14.808	14.740	15.936	4.436	4.844	3.185	3.472	4.257
Participaciones preferentes	1.350	750	2.000	1.000	0,0	1.000	0,0	0,0
Otras emisiones	3.500	2.350	1.100	350	500	0,0	250	0,0
A corto plazo	25.706	12.278	16.786	5.343	2.256	6.441	2.746	4.943
Pagarés de empresa	25.706	12.278	16.786	5.343	2.256	6.441	2.746	4.943
<b>ADMISIONES EN MARF</b>								
Total	15.273	16.468	14.549	4.061	3.850	3.044	3.594	3.582
A largo plazo	498	1.142	1.495	379	558	240	318	308
A corto plazo	14.774	15.326	13.054	3.682	3.292	2.804	3.276	3.275
<b>Pro memoria:</b>								
Total admisiones en España (AIAF, MARF)	90.481	67.732	88.954	23.427	28.323	17.022	20.182	29.154
<b>EMISIONES EN EL EXTERIOR<sup>1</sup></b>								
Total	134.222	124.972	103.858	22.399	28.323	25.634	27.503	16.495
A largo plazo	64.119	80.831	60.345	16.456	14.588	14.725	14.576	11.483
Participaciones preferentes	2.744	1.407	2.000	0,0	500	1.500	0,0	1.750
Obligaciones subordinadas	1.368	2.800	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones	59.013	75.873	58.022	16.132	14.088	13.225	14.576	9.733
Bonos de titulización	994	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cédulas hipotecarias	0,0	750	324	324	0,0	0,0	0,0	0,0
A corto plazo	70.104	44.141	43.513	5.943	13.735	10.909	12.927	5.012
Pagarés de empresa	70.104	44.141	43.513	5.943	13.735	10.909	12.927	5.012
De titulización de activos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

<sup>1</sup> Datos de emisiones efectuadas en el exterior con fecha de febrero de 2026.

	2023	2024	2025	2025				2026
				I	II	III	IV	I
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>								
Total	265	244	217	237	227	224	217	214
Renta fija privada	231	216	189	209	199	196	189	186
Pagarés	9	12	13	12	12	13	13	12
Bonos y obligaciones	31	28	25	27	27	27	25	25
Cédulas hipotecarias	24	23	23	23	23	23	23	23
Cédulas territoriales	5	4	4	4	4	4	4	4
Bonos de titulación	178	166	143	160	150	146	143	141
Participaciones preferentes	5	5	5	5	5	5	5	4
Bonos matador	3	3	1	3	3	3	1	1
Deuda pública	34	28	28	28	28	28	28	28
Letras del Tesoro	1	1	2	1	1	1	2	2
Bonos y obligaciones del Estado	1	1	1	1	1	1	1	1
Deuda autonómica	12	12	12	12	12	12	12	12
Deuda pública extranjera	11	7	7	6	7	7	7	7
Otra deuda pública	12	11	11	11	11	11	11	11
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	2.221	2.125	1.998	2.093	2.043	2.022	1.998	2.037
Renta fija privada	1.228	1.159	1.085	1.131	1.092	1.095	1.085	1.137
Pagarés	146	154	170	163	149	177	170	201
Bonos y obligaciones	231	187	175	186	184	174	175	191
Cédulas hipotecarias	154	148	148	145	148	146	148	155
Cédulas territoriales	12	8	7	8	7	7	7	7
Bonos de titulación	671	649	571	615	590	575	571	572
Participaciones preferentes	11	10	13	11	11	13	13	10
Bonos matador	3	3	1	3	3	3	1	1
Deuda pública	993	966	913	962	951	927	913	900
Letras del Tesoro	12	12	16	12	12	12	16	17
Bonos y obligaciones del Estado	227	226	226	233	232	228	226	228
Deuda autonómica	148	152	150	153	159	155	150	153
Deuda pública extranjera	566	533	474	520	503	486	474	456
Otra deuda pública	40	43	47	44	45	46	47	46
<b>SALDO VIVO<sup>1</sup> (millones de euros)</b>								
Total	10.012.218,8	10.328.502,8	9.854.959,7	10.267.323,6	10.196.564,3	10.058.989,7	9.854.959,7	9.682.645,0
Renta fija privada	376.059,6	351.661,2	338.014,9	342.765,2	343.170,1	339.434,1	338.014,9	347.136,2
Pagarés	7.353,6	5.703,3	6.387,7	5.857,8	5.917,6	6.559,3	6.387,7	6.753,6
Bonos y obligaciones	43.165,8	40.599,2	39.330,7	40.338,9	40.512,1	40.277,1	39.330,7	41.286,3
Cédulas hipotecarias	175.818,0	173.481,0	176.420,7	169.076,9	176.882,0	174.845,0	176.420,7	185.056,1
Cédulas territoriales	13.040,0	8.290,0	6.790,0	8.290,0	6.790,0	6.790,0	6.790,0	6.790,0
Bonos de titulación	128.512,5	116.668,1	101.548,3	112.117,5	105.984,4	103.290,6	101.548,3	101.090,2
Participaciones preferentes	7.975,0	6.725,0	7.477,4	6.889,4	6.889,4	7.477,4	7.477,4	6.100,0
Bonos matador	194,6	194,6	60,1	194,6	194,6	194,6	60,1	60,1
Deuda pública	9.636.159,3	9.976.841,6	9.516.944,8	9.924.558,4	9.853.394,2	9.719.555,7	9.516.944,8	9.335.508,8
Letras del Tesoro	71.599,3	74.679,7	87.644,5	77.359,4	78.779,9	78.785,5	87.644,5	89.400,9
Bonos y obligaciones del Estado	1.273.792,3	1.334.750,8	1.395.885,7	1.378.135,2	1.391.559,6	1.398.457,4	1.395.885,7	1.437.528,9
Deuda autonómica	36.592,0	37.217,8	39.001,8	39.138,0	39.449,4	39.213,8	39.001,8	41.199,1
Deuda pública extranjera	8.185.617,3	8.451.486,2	7.914.615,2	8.351.172,4	8.264.631,9	8.123.625,6	7.914.615,2	7.693.299,4
Otra deuda pública	68.558,4	78.707,1	79.797,7	78.753,5	78.973,5	79.473,5	79.797,7	74.080,5

<sup>1</sup> Importes nominales.

**AIAF. Contratación**

CUADRO 1.8

Importes nominales en millones de euros

	2023	2024	2025	2025				2026
				I	II	III	IV	I
<b>POR TIPO DE ACTIVO</b>								
Total	22.968,1	5.009,7	2.197,5	627,9	439,2	438,2	692,2	606,8
Renta fija privada	102,1	101,1	41,3	12,6	6,9	7,4	14,4	10,8
Pagarés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones	100,2	100,5	41,3	12,6	6,9	7,4	14,4	10,8
Cédulas hipotecarias	0,7	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cédulas territoriales	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulación	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	1,2	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda pública	22.866,0	4.908,6	2.156,2	615,3	432,3	430,8	677,8	596,0
Letras del Tesoro	803,3	203,0	133,1	44,1	34,0	28,0	27,0	29,0
Bonos y obligaciones del Estado	9.337,8	3.250,4	1.896,4	480,2	368,4	402,1	645,7	542,0
Deuda autonómica	0,0	0,0	0,6	0,0	0,0	0,5	0,1	0,0
Deuda pública extranjera	12.724,9	1.455,1	126,2	91,0	29,9	0,2	5,1	25,0
Otra deuda pública	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>POR TIPO DE OPERACIÓN</b>								
Total	22.968,1	5.009,7	2.197,5	627,9	439,2	438,2	692,2	606,8
Simple	22.968,1	5.009,7	2.197,5	627,9	439,2	438,2	692,2	606,8
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 1.9

Importes nominales en millones de euros

	2023	2024	2025	2025				2026
				I	II	III	IV	I
Total	22.952,9	4.978,5	2.197,5	627,9	439,2	438,2	692,2	590,9
Sociedades no financieras	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras	22.952,9	4.978,5	2.197,5	627,9	439,2	438,2	692,2	590,9
Entidades de crédito	256,1	267,9	144,4	45,6	34,5	21,3	43,1	21,4
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	22.696,8	4.710,6	2.053,1	582,3	404,7	416,9	649,1	569,5
Administraciones públicas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Hogares e ISFLSH <sup>1</sup>	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

<sup>1</sup> Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

**Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos**

CUADRO 1.10

	2023	2024	2025	2025				2026
				I	II	III	IV	I
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>								
Total	7	7	5	6	5	5	5	5
Emisores privados	4	4	2	3	2	2	2	2
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	4	4	2	3	2	2	2	2
Administraciones públicas <sup>1</sup>	10	3	3	3	3	3	3	3
Comunidades autónomas	2	2	1	2	2	1	1	1
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	34	32	23	27	23	23	23	21
Emisores privados	10	10	2	6	2	2	2	2
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	10	10	2	6	2	2	2	2
Administraciones públicas <sup>1</sup>	24	22	21	21	21	21	21	19
Comunidades autónomas	22	21	20	20	20	20	20	18
<b>SALDO VIVO<sup>2</sup> (millones de euros)</b>								
Total	7.076,0	6.953,0	6.273,4	6.372,0	6.276,0	6.274,9	6.273,4	5.682,6
Emisores privados	232,5	201,5	24,7	123,3	27,3	26,1	24,7	23,6
Sociedades no financieras	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras privadas	232,5	201,5	24,7	123,3	27,3	26,1	24,7	23,6
Administraciones públicas <sup>1</sup>	6.843,5	6.751,5	6.248,7	6.248,7	6.248,7	6.248,7	6.248,7	5.659,0
Comunidades autónomas	6.811,5	6.731,5	6.228,7	6.228,7	6.228,7	6.228,7	6.228,7	5.639,0

1 No incluye deuda anotada.

2 Importes nominales.

**SENAF. Contratación de deuda pública por modalidad**

CUADRO 1.11

Importes nominales en millones de euros

	2023	2024	2025	2025				2026
				I	II	III	IV	I
Total	174.703,0	99.456,0	137.708,0	28.077,0	26.945,0	39.413,0	43.273,0	40.048,0
Simples	174.703,0	99.456,0	137.708,0	28.077,0	26.945,0	39.413,0	43.273,0	40.048,0
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 1.12

Número de contratos

	2023	2024	2025	2025				2026
				I	II	III	IV	I
Sobre deuda	0	0	0	0	0	0	0	0
Futuro sobre bono nocional <sup>1</sup>	0	0	0	0	0	0	0	0
Sobre Ibex 35 <sup>2,3</sup>	4.748.749	4.687.574	4.211.357	1.224.609	1.110.444	925.198	951.107	1.060.677
Futuro sobre Ibex 35 plus	4.615.051	4.524.516	4.100.290	1.198.403	1.084.579	905.369	911.939	992.433
Futuro mini sobre Ibex 35	61.215	61.670	65.524	16.986	18.277	13.826	16.435	25.292
Futuro micro sobre Ibex 35	0	0	0	0	0	0	0	0
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	16.640	20.180	15.250	3.050	175	2.350	9.675	2.250
Futuro sobre Ibex 35 sectoriales	0	0	0	0	0	0	0	0
Opción <i>call</i> mini	24.192	40.287	17.835	4.078	1.535	1.907	10.315	23.400
Opción <i>put</i> mini	31.651	40.921	12.459	2.092	5.878	1.746	2.743	17.302
Sobre acciones <sup>4</sup>	24.111.351	22.621.854	29.972.636	7.394.662	7.997.451	6.221.617	8.358.906	23.858.763
Futuros	11.279.153	11.472.801	13.513.068	3.324.940	3.358.586	3.367.228	3.462.314	3.599.166
Futuros sobre dividendos de acciones	1.050	121.476	116.400	20.050	17.325	26.575	52.450	60.834
Futuros sobre dividendos de acciones plus	20.381	24.402	32.672	8.134	8.271	8.225	8.042	8.042
Opción <i>call</i>	5.832.613	5.083.232	6.346.333	1.477.492	1.773.688	969.792	2.125.361	7.784.153
Opción <i>put</i>	6.978.154	5.919.943	9.964.163	2.564.046	2.839.581	1.849.797	2.710.739	12.406.568

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

#### Bolsa de valores. Contratación de warrants y ETF

CUADRO 1.13

	2023	2024	2025	2025				2026
				I	II	III	IV	I
<b>WARRANTS</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	381,1	110,2	41,9	23,1	9,9	5,5	3,4	0,5
Sobre acciones nacionales	53,4	24,6	15,7	5,5	3,3	4,5	2,4	0,1
Sobre acciones extranjeras	18,4	9,1	6,2	2,8	2,8	0,4	0,2	0,0
Sobre índices	293,5	73,7	19,0	14,7	3,6	0,3	0,4	0,3
Otros <sup>1</sup>	12,6	1,7	0,9	0,1	0,2	0,4	0,3	0,1
Número de emisiones <sup>2</sup>	3.449	896	310	128	74	58	50	29
Número de emisores <sup>2</sup>	3	1	1	1	1	1	1	1
<b>CERTIFICADOS</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones <sup>2</sup>	0	0	0	0	0	0	0	0
Número de emisores <sup>2</sup>	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>ETF</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	1.297,3	993,3	1.086,8	282,5	321,7	215,1	267,4	444,8
Número de fondos	5	6	6	6	6	6	6	6
Patrimonio <sup>3</sup> (millones de euros)	222,5	241,9	320,7	272,4	279,4	294,6	320,7	280,7

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.

## 2 Servicios de inversión

### Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

	2023	2024	2025	2025				2026
				I	II	III	IV	I
<b>SOCIEDADES DE VALORES</b>								
Entidades nacionales	39	41	40	40	41	41	40	40
Sucursales en España	16	22	22	21	21	22	22	22
Agentes operantes en España	1.306	1.536	2.285	1.589	1.755	1.779	2.285	2.958
Sucursales en el EEE <sup>1</sup>	5	6	6	6	6	6	6	6
Entidades en libre prestación en el EEE <sup>1</sup>	25	27	28	26	27	27	28	26
Pasaportes para operar en el EEE <sup>1,2</sup>	262	272	253	241	256	256	253	298
Sucursales fuera del EEE <sup>1</sup>	–	0	0	0	0	0	0	0
Entidades en libre prestación fuera del EEE <sup>1</sup>	–	5	6	5	5	5	6	6
Pasaportes para operar fuera del EEE <sup>1,2</sup>	–	15	15	15	15	15	15	15
<b>AGENCIAS DE VALORES</b>								
Entidades nacionales	60	58	63	59	59	61	63	65
Sucursales en España	25	33	61	55	59	59	61	60
Agentes operantes en España	1.333	1.364	1.410	1.366	1.394	1.393	1.410	1.399
Sucursales en el EEE <sup>1</sup>	3	2	2	3	3	3	2	3
Entidades en libre prestación en el EEE <sup>1</sup>	34	32	35	33	32	32	35	33
Pasaportes para operar en el EEE <sup>1,2</sup>	234	225	272	235	209	222	272	278
Sucursales fuera del EEE <sup>1</sup>	–	1	1	1	1	1	1	0
Entidades en libre prestación fuera del EEE <sup>1</sup>	–	6	5	6	6	6	5	5
Pasaportes para operar fuera del EEE <sup>1,2</sup>	–	8	8	8	8	8	8	8
<b>SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA</b>								
Entidades nacionales	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO</b>								
Entidades nacionales	143	88	95	90	97	97	95	95
Sucursales en España	16	7	9	7	9	9	9	9
Agentes operantes en España	24	23	29	24	28	29	29	31
Sucursales en el EEE <sup>1</sup>	0	0	0	0	0	0	0	0
Entidades en libre prestación en el EEE <sup>1</sup>	22	22	23	23	23	24	23	22
Pasaportes para operar en el EEE <sup>1,2</sup>	46	53	52	54	54	58	52	51
Sucursales fuera del EEE <sup>1</sup>	–	0	0	0	0	0	0	0
Entidades en libre prestación fuera del EEE <sup>1</sup>	–	1	1	1	1	1	1	1
Pasaportes para operar fuera del EEE <sup>1,2</sup>	–	1	1	1	1	1	1	1
<b>EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO NACIONAL<sup>3</sup></b>								
Entidades nacionales	–	52	58	54	54	56	58	59
Sucursales en España	–	0	0	0	0	0	0	0
Agentes operantes en España	–	2	4	2	3	4	4	4
<b>ENTIDADES DE CRÉDITO<sup>4</sup></b>								
Entidades nacionales	108	107	103	106	104	104	103	103

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), que no tiene consideración de empresa de servicio de inversión, según establece el artículo 128.5, letra a), de la ley).

4 Fuente: Banco de España y CNMV.

**Servicios de inversión. Entidades extranjeras**

CUADRO 2.2

				2025				2026
	2023	2024	2025	I	II	III	IV	I
<b>EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN</b>								
Total	873	896	854	896	856	856	854	856
Comunitarias	864	883	841	884	844	843	841	843
Con sucursal	47	52	48	51	49	48	48	46
En libre prestación de servicios	817	831	793	833	795	795	793	797
Extracomunitarias	9	13	13	12	12	13	13	13
Con sucursal	2	2	1	2	1	1	1	1
En libre prestación de servicios	7	11	12	10	11	12	12	12
<b>ENTIDADES DE CRÉDITO</b>								
Total	569	569	549	569	545	549	549	548
Comunitarias	563	563	543	563	539	543	543	543
Con sucursal	49	49	49	49	49	49	49	50
En libre prestación de servicios	514	514	494	514	490	494	494	493
Filiales en libre prestación de servicios	0	0	0	0	0	0	0	0
Extracomunitarias	6	6	6	6	6	6	6	5
Con sucursal	3	3	3	3	3	3	3	2
En libre prestación de servicios	3	3	3	3	3	3	3	3
<b>Pro memoria:</b>								
Total entidades extranjeras	1.442	1.465	1.403	1.465	1.401	1.405	1.403	1.404

Fuente: Banco de España y CNMV.

**Ingresos brutos de las entidades de crédito (EE. CC.) por la prestación de servicios de inversión y la comercialización de productos financieros no bancarios<sup>1</sup>**

CUADRO 2.3

Miles de euros

	2022	2023	2024	2025	% sobre total comisiones EE. CC.
<b>SERVICIOS DE INVERSIÓN</b>					
Total	3.051.957	2.980.611	3.912.565	4.843.839	27,2
Colocación y aseguramiento de valores	400.608	398.230	443.188	539.262	3,0
Tramitación y ejecución de órdenes	969.256	816.335	1.372.535	1.890.387	10,6
Gestión discrecional de carteras	779.812	826.628	944.588	1.122.401	6,3
Asesoramiento en materia de inversión	902.281	939.418	1.152.254	1.291.789	7,3
<b>SERVICIOS AUXILIARES</b>					
Total	1.466.649	1.246.430	1.327.895	1.458.494	8,2
Administración y custodia	747.586	731.578	789.332	883.946	5,0
Elaboración de informes y análisis financieros	534.896	348.591	350.824	377.684	2,1
Otros servicios auxiliares	184.167	166.261	187.739	196.864	1,1
<b>COMERCIALIZACIÓN DE PRODUCTOS FINANCIEROS NO BANCARIOS</b>					
Total	4.936.079	4.842.950	4.686.610	4.982.797	28,0
Instituciones de inversión colectiva	1.923.808	1.779.274	1.921.176	2.038.268	11,4
Fondos de pensiones <sup>2</sup>	1.212.698	1.232.990	824.287	769.250	4,3
Seguros <sup>2</sup>	1.792.684	1.823.351	1.925.016	2.165.613	12,2
Otros	6.889	7.335	16.131	9.666	0,1
<b>TOTAL</b>	<b>9.454.685</b>	<b>9.069.991</b>	<b>9.927.070</b>	<b>11.285.130</b>	<b>63,4</b>
<b>Pro memoria:</b>					
Por servicios de valores y comercialización de IIC	6.442.414	6.006.315	7.161.636	8.340.601	46,8
<b>Ingresos totales por comisiones<sup>3</sup></b>	<b>17.039.135</b>	<b>16.355.111</b>	<b>16.802.407</b>	<b>17.807.005</b>	<b>100,0</b>

Fuente: Banco de España y CNMV.

1 Incluye: bancos, cajas de ahorros, cooperativas de crédito y sucursales de entidades de crédito extranjeras. Solo se tienen en cuenta las entidades que han remitido información a la CNMV.

2 Datos estimados.

3 Ingresos totales por comisiones, incluidos los servicios de inversión y servicios bancarios, de las entidades de crédito registradas en la CNMV.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades de valores

CUADRO 2.4

Miles de euros<sup>1</sup>

	2024								2025
	2023	2024	2025	IV	I	II	III	IV	
Margen de intereses	80.476	98.390	87.040	98.390	17.873	51.344	64.118	87.040	
Comisiones netas	213.216	249.516	285.796	249.516	71.228	143.641	201.788	285.796	
Comisiones percibidas	315.902	362.828	417.729	362.828	101.791	201.769	296.745	417.729	
Tramitación y ejecución de órdenes	117.833	124.586	159.879	124.586	40.028	78.723	117.237	159.879	
Colocación y aseguramiento de emisiones	7.047	7.107	10.168	7.107	2.507	5.423	7.726	10.168	
Depósito y anotación de valores	32.507	33.125	31.968	33.125	8.257	16.226	23.733	31.968	
Gestión de carteras	17.588	21.812	28.998	21.812	5.204	10.130	15.448	28.998	
Asesoramiento en materia de inversión	11.624	18.546	21.125	18.546	5.349	9.844	14.316	21.125	
Búsqueda y colocación de paquetes	921	2.626	1.147	2.626	133	307	1.062	1.147	
Comercialización de IIC	67.896	75.115	86.451	75.115	20.120	41.441	63.120	86.451	
Intermediación en instrumentos derivados	6.060	14.055	11.279	14.055	4.233	8.245	9.163	11.279	
Elaboración de informes y análisis financieros	9.518	9.011	10.799	9.011	2.510	5.243	7.488	10.799	
Servicios y actividades con criptoactivos del Reglamento (UE) 2023/1114	-	0	0	0	0	0	0	0	
Otras comisiones	44.907	56.845	55.916	56.845	13.450	26.188	37.453	55.916	
Comisiones satisfechas	102.686	113.312	131.933	113.312	30.563	58.128	94.957	131.933	
Resultado de inversiones financieras	41.037	34.782	42.940	34.782	12.863	25.789	33.767	42.940	
Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	6.726	7.860	3.091	7.860	303	-251	672	3.091	
Margen bruto	341.455	390.548	418.867	390.548	102.267	220.523	300.345	418.867	
Gastos de explotación	234.099	253.144	285.254	253.144	70.038	138.349	203.670	285.254	
Amortizaciones y otras dotaciones	4.474	7.530	6.969	7.530	1.356	2.719	4.124	6.969	
Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	596	3.631	2.457	3.631	36	83	63	2.457	
Resultado de explotación	102.285	126.243	124.187	126.243	30.837	79.372	92.488	124.187	
Otras ganancias y pérdidas	6.136	6.319	2.503	6.319	606	1.215	2.387	2.503	
Resultado antes de impuestos	108.421	132.562	126.690	132.562	31.443	80.587	94.875	126.690	
Impuesto sobre beneficios	13.368	25.402	22.917	25.402	6.135	12.440	16.429	22.917	
Resultado de actividades continuadas	95.053	107.160	103.773	107.160	25.308	68.147	78.446	103.773	
Resultado neto del ejercicio	95.053	107.177	103.773	107.177	25.308	68.147	78.446	103.773	

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.

**Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores**

CUADRO 2.5

 Miles de euros<sup>1</sup>

	2023	2024	2025	2024	2025	II	III	IV
				IV	I			
<b>TOTAL</b>								
Total	128.333	138.566	132.101	138.566	31.004	76.845	98.520	132.101
Activos monetarios y deuda pública	2.412	1.031	1.485	1.031	426	756	1.145	1.485
Otros valores de renta fija	38.044	27.912	26.766	27.912	9.052	14.848	19.504	26.766
Cartera interior	8.477	9.834	6.248	9.834	2.069	3.349	4.853	6.248
Cartera exterior	29.567	18.078	20.518	18.078	6.983	11.499	14.651	20.518
Renta variable	5.470	9.126	14.907	9.126	2.886	8.505	12.640	14.907
Cartera interior	2.705	6.050	10.677	6.050	1.956	5.551	7.512	10.677
Cartera exterior	2.765	3.076	4.230	3.076	930	2.954	5.128	4.230
Derivados	-2.192	-1.745	2.373	-1.745	214	1.869	1.868	2.373
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	2.048	2.229	455	2.229	125	7.802	326	455
Operaciones de crédito al mercado	0	0	160	0	0	97	143	160
Depósito y otras operaciones con intermediarios financieros	23.645	27.297	24.471	27.297	6.816	13.237	18.536	24.471
Diferencias de cambio netas	-1.007	431	-2.301	431	-767	-2.139	-2.455	-2.301
Otros productos y cargas de explotación	7.732	7.428	5.393	7.428	1.071	1.889	3.127	5.393
Otras operaciones	52.181	64.857	58.392	64.857	11.181	29.981	43.686	58.392
<b>MARGEN DE INTERESES</b>								
Total	80.476	98.390	87.040	98.390	17.872	51.345	64.117	87.040
Activos monetarios y deuda pública	647	652	476	652	128	240	352	476
Otros valores de renta fija	862	898	893	898	211	435	672	893
Cartera interior	479	465	375	465	99	197	289	375
Cartera exterior	383	433	518	433	112	238	383	518
Renta variable	1.318	1.123	1.220	1.123	201	670	984	1.220
Cartera interior	627	640	748	640	109	309	608	748
Cartera exterior	691	483	472	483	92	361	376	472
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	2.048	2.229	455	2.229	125	7.802	326	455
Operaciones de crédito al mercado	0	0	160	0	0	97	143	160
Depósito y otras operaciones con intermediarios financieros	23.645	27.297	24.471	27.297	6.816	13.237	18.536	24.471
Otras operaciones	51.956	66.191	59.365	66.191	10.391	28.864	43.104	59.365
<b>INVERSIONES FINANCIERAS</b>								
Total	41.038	34.783	42.941	34.783	12.863	25.788	33.765	42.941
Activos monetarios y deuda pública	1.765	379	1.009	379	298	516	793	1.009
Otros valores de renta fija	37.182	27.014	25.873	27.014	8.841	14.413	18.832	25.873
Cartera interior	7.998	9.369	5.873	9.369	1.970	3.152	4.564	5.873
Cartera exterior	29.184	17.645	20.000	17.645	6.871	11.261	14.268	20.000
Renta variable	4.152	8.003	13.687	8.003	2.685	7.835	11.656	13.687
Cartera interior	2.078	5.410	9.929	5.410	1.847	5.242	6.904	9.929
Cartera exterior	2.074	2.593	3.758	2.593	838	2.593	4.752	3.758
Derivados	-2.192	-1.745	2.373	-1.745	214	1.869	1.868	2.373
Otras operaciones	131	1.132	-1	1.132	825	1.155	616	-1
<b>DIFERENCIAS DE CAMBIO Y OTRAS PARTIDAS</b>								
Total	6.819	5.393	2.120	5.393	269	-288	638	2.120
Diferencias de cambio netas	-1.007	431	-2.301	431	-767	-2.139	-2.455	-2.301
Otros productos y cargas de explotación	7.732	7.428	5.393	7.428	1.071	1.889	3.127	5.393
Otras operaciones	94	-2.466	-972	-2.466	-35	-38	-34	-972

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

Miles de euros<sup>1</sup>

				2024		2025		
	2023	2024	2025	IV	I	II	III	IV
Margen de intereses	2.086	3.136	1.766	3.136	388	663	1.381	1.766
Comisiones netas	176.882	209.226	225.953	209.226	54.154	103.613	156.551	225.953
Comisiones percibidas	216.159	265.187	294.457	265.187	69.411	134.412	204.132	294.457
Tramitación y ejecución de órdenes	16.754	9.133	10.227	9.133	3.003	5.614	7.759	10.227
Colocación y aseguramiento de emisiones	829	21	128	21	34	38	38	128
Depósito y anotación de valores	281	258	228	258	60	108	168	228
Gestión de carteras	26.700	32.745	39.169	32.745	8.669	17.334	26.501	39.169
Asesoramiento en materia de inversión	37.940	32.853	47.795	32.853	8.883	17.886	29.669	47.795
Búsqueda y colocación de paquetes	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	101.698	130.886	146.533	130.886	35.022	68.674	105.382	146.533
Intermediación en instrumentos derivados	0	0	0	0	0	0	0	0
Elaboración de informes y análisis financieros	292	156	278	156	58	89	197	278
Servicios y actividades con criptoactivos del Reglamento (UE) 2023/1114	-	0	0	0	0	0	0	0
Otras comisiones	31.665	59.135	50.098	59.135	13.680	24.667	34.417	50.098
Comisiones satisfechas	39.277	55.961	68.504	55.961	15.257	30.799	47.581	68.504
Resultado de inversiones financieras	1.771	1.923	1.375	1.923	195	612	1.159	1.375
Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-859	1.755	1.372	1.755	533	471	740	1.372
Margen bruto	179.880	216.040	230.466	216.040	55.270	105.359	159.831	230.466
Gastos de explotación	157.978	174.463	191.114	174.463	42.467	89.989	134.732	191.114
Amortizaciones y otras dotaciones	4.824	8.471	10.310	8.471	2.410	4.864	7.772	10.310
Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	87	136	-2	136	-70	-71	-72	-2
Resultado de explotación	16.991	32.970	29.044	32.970	10.463	10.577	17.399	29.044
Otras ganancias y pérdidas	3.015	3.186	6.878	3.186	1.162	2.468	4.015	6.878
Resultado antes de impuestos	20.006	36.156	35.922	36.156	11.625	13.045	21.414	35.922
Impuesto sobre beneficios	3.633	9.372	9.359	9.372	525	1.842	3.505	9.359
Resultado de actividades continuadas	16.373	26.784	26.563	26.784	11.100	11.203	17.909	26.563
Resultado neto del ejercicio	16.373	26.784	26.563	26.784	11.100	11.203	17.909	26.563

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.

## Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos<sup>1</sup>

CUADRO 2.7

	2023	2024	2025	2024	2025	II	III	IV
				IV	I			
<b>TOTAL<sup>2</sup></b>								
Media <sup>3</sup> (%)	9,88	12,50	20,39	12,50	11,61	13,02	10,93	20,39
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	36	26	27	26	26	29	30	27
0-≤ 15 %	19	22	25	22	19	21	19	25
> 15-≤ 45 %	18	21	23	21	22	22	24	23
> 45-≤ 75 %	7	8	6	8	10	9	11	6
> 75 %	17	20	20	20	20	17	16	20
<b>SOCIEDADES DE VALORES</b>								
Media <sup>3</sup> (%)	9,32	11,03	19,72	11,03	9,59	12,57	9,98	19,72
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	10	11	11	11	9	11	13	11
0-≤ 15 %	12	13	13	13	12	12	10	13
> 15-≤ 45 %	7	7	6	7	9	7	8	6
> 45-≤ 75 %	3	3	3	3	1	3	3	3
> 75 %	5	5	5	5	7	6	5	5
<b>AGENCIAS DE VALORES</b>								
Media <sup>3</sup> (%)	14,87	24,31	23,15	24,31	26,98	16,61	18,57	23,15
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	26	15	16	15	17	18	17	16
0-≤ 15 %	7	9	12	9	7	9	9	12
> 15-≤ 45 %	11	14	17	14	13	15	16	17
> 45-≤ 75 %	4	5	3	5	9	6	8	3
> 75 %	12	15	15	15	13	11	11	15

1 El ROE se ha calculado como:

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

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

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

3 Media ponderada por fondos propios, en %.

## Intermediación de operaciones al contado<sup>1</sup>

CUADRO 2.8

Millones de euros

				2024	2025				
	2023	2024	2025	IV	I	II	III	IV	
<b>RENTA FIJA</b>									
Total	3.094.018,9	2.769.612,8	4.552.510,8	793.440,5	993.374,2	1.156.079,2	1.080.092,9	1.322.964,5	
Sociedades de valores	3.083.705,8	2.767.416,8	4.550.231,8	793.030,3	992.970,1	1.155.693,8	1.079.393,5	1.322.174,4	
Mercados organizados nacionales	487.314,3	474.126,0	461.512,0	117.535,6	133.029,2	103.593,2	104.848,8	120.040,8	
Otros mercados nacionales	1.341.113,2	1.450.857,4	2.935.403,2	473.735,6	627.628,8	818.364,2	665.808,6	823.601,6	
Mercados extranjeros	1.255.278,3	842.433,4	1.153.316,6	201.759,1	232.312,1	233.736,4	308.736,1	378.532,0	
Agencias de valores	10.313,1	2.196,0	2.279,0	410,2	404,1	385,4	699,4	790,1	
Mercados organizados nacionales	942,5	346,5	457,8	60,6	98,7	96,9	119,6	142,6	
Otros mercados nacionales	402,9	627,7	789,0	218,4	60,8	88,9	188,0	451,3	
Mercados extranjeros	8.967,7	1.221,8	1.032,2	131,2	244,6	199,6	391,8	196,2	
<b>RENTA VARIABLE</b>									
Total	170.438,0	97.328,3	130.642,4	29.966,4	26.313,5	28.387,0	38.410,5	37.531,4	
Sociedades de valores	144.950,8	80.738,1	107.674,3	22.883,8	20.601,4	23.425,5	32.849,1	30.798,3	
Mercados organizados nacionales	43.121,6	40.401,0	47.133,8	11.754,5	7.767,2	12.166,8	13.404,1	13.795,7	
Otros mercados nacionales	2.982,2	3.393,1	6.817,0	1.015,3	1.120,8	1.238,1	2.001,5	2.456,6	
Mercados extranjeros	98.847,0	36.944,0	53.723,5	10.114,0	11.713,4	10.020,6	17.443,5	14.546,0	
Agencias de valores	25.487,2	16.590,2	22.968,1	7.082,6	5.712,1	4.961,5	5.561,4	6.733,1	
Mercados organizados nacionales	8.385,6	9.533,1	12.737,6	4.318,0	3.239,4	2.812,8	2.785,1	3.900,3	
Otros mercados nacionales	7.448,4	1.291,7	2.249,3	1.059,7	737,7	482,7	367,6	661,3	
Mercados extranjeros	9.653,2	5.765,4	7.981,2	1.704,9	1.735,0	1.666,0	2.408,7	2.171,5	

<sup>1</sup> Datos acumulados del periodo.

## Intermediación de operaciones de derivados<sup>1, 2</sup>

CUADRO 2.9

Millones de euros

				2024	2025				
	2023	2024	2025	IV	I	II	III	IV	
Total	8.922.442,0	8.476.121,7	7.760.500,1	2.056.165,1	2.069.642,2	1.906.705,9	1.803.176,3	1.980.975,7	
Sociedades de valores	7.889.992,0	7.798.613,0	6.986.016,2	1.845.539,6	1.879.278,3	1.748.697,8	1.630.073,2	1.727.966,9	
Mercados organizados nacionales	3.344.015,7	2.959.057,4	3.152.566,0	722.658,4	865.733,6	757.741,4	752.598,4	776.492,6	
Mercados organizados extranjeros	4.433.507,7	4.636.521,4	3.519.470,1	1.053.869,1	956.396,8	933.395,6	796.373,2	833.304,5	
Mercados no organizados	112.468,6	203.034,2	313.980,1	69.012,1	57.147,9	57.560,8	81.101,6	118.169,8	
Agencias de valores	1.032.450,0	677.508,7	774.483,9	210.625,5	190.363,9	158.008,1	173.103,1	253.008,8	
Mercados organizados nacionales	6.064,8	76.223,6	9.987,2	67.778,4	3.182,8	2.069,2	1.360,8	3.374,4	
Mercados organizados extranjeros	1.016.950,8	573.962,3	741.902,8	138.773,4	180.793,3	151.455,9	166.671,4	242.982,2	
Mercados no organizados	9.434,4	27.322,8	22.593,9	4.073,7	6.387,8	4.483,0	5.070,9	6.652,2	

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> Datos acumulados del periodo.

## Gestión de carteras. Número de contratos y patrimonio gestionado<sup>1</sup>

CUADRO 2.10

Miles de euros

				2024	2025			
	2023	2024	2025	IV	I	II	III	IV
<b>NÚMERO DE CONTRATOS</b>								
Total <sup>2</sup>	113.597	144.158	191.350	144.158	155.860	168.220	178.306	191.350
Sociedades de valores	19.503	19.162	24.148	19.162	19.059	23.937	24.013	24.148
Agencias de valores	94.094	124.996	167.202	124.996	136.801	144.283	154.293	167.202
<b>PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)</b>								
Total <sup>2</sup>	10.444.200	14.472.172	17.395.300	14.472.172	15.000.962	15.605.753	16.524.731	17.395.300
Sociedades de valores	3.207.358	3.759.668	4.460.043	3.759.668	3.860.732	4.029.083	4.289.559	4.460.043
Agencias de valores	7.236.842	10.712.503	12.935.257	10.712.503	11.140.231	11.576.670	12.235.172	12.935.257

1 Datos a final de período.

2 No incluye datos de sociedades gestoras de cartera (SGC).

## Margen de solvencia de las sociedades y agencias de valores<sup>1</sup>

CUADRO 2.11

	2021	2022	2023	2024	2025
<b>TOTAL<sup>2</sup></b>					
Exceso de recursos propios (miles de euros)	612.842	449.135	1.189.629	602.569	633.862
% exceso <sup>3</sup>	541,03	363,05	954,27	437,34	434,90
N.º entidades según porcentaje del exceso					
≤ 100 %	25	34	38	37	42
> 100-≤ 300 %	35	29	29	29	30
> 300-≤ 500 %	12	10	14	11	10
> 500 %	19	15	18	21	20
<b>SOCIEDADES DE VALORES</b>					
Exceso de recursos propios (miles de euros)	506.721	372.541	1.095.598	506.819	539.476
% exceso <sup>3</sup>	654,90	431,57	1.303,36	536,50	536,98
N.º entidades según porcentaje del exceso					
≤ 100 %	4	9	13	13	12
> 100-≤ 300 %	12	12	12	11	9
> 300-≤ 500 %	5	3	5	6	8
> 500 %	12	8	9	9	10
<b>AGENCIAS DE VALORES</b>					
Exceso de recursos propios (miles de euros)	106.121	76.595	94.030	95.751	94.386
% exceso <sup>3</sup>	295,60	204,86	231,58	221,07	208,43
N.º entidades según porcentaje del exceso					
≤ 100 %	21	25	25	24	30
> 100-≤ 300 %	23	17	17	18	21
> 300-≤ 500 %	7	7	9	5	2
> 500 %	7	7	9	12	10

1 Entidades obligadas a remitir información de solvencia según lo establecido en 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.

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

3 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 los recursos propios exigibles en una entidad promedio.

**Empresas de asesoramiento financiero. Principales magnitudes**

CUADRO 2.12

Miles de euros

	2021	2022	2023	2024	2025 <sup>1</sup>
<b>PATRIMONIOS ASESORADOS<sup>2</sup></b>					
Número de contratos total	19.330	19.305	19.142	12.108	16.627
Clientes minoristas	17.188	17.001	16.784	10.130	13.808
Resto de clientes y entidades <sup>3</sup>	2.142	2.304	2.358	1.978	2.819
Patrimonio asesorado total	19.468.582	18.734.579	15.759.839	15.289.196	17.912.603
Clientes minoristas	9.125.854	10.145.144	8.415.076	8.160.985	9.112.109
Resto de clientes y entidades <sup>3</sup>	10.342.728	8.589.435	7.344.763	7.128.211	8.800.494
<b>INGRESOS POR COMISIONES<sup>4</sup></b>					
Total	56.823	57.090	52.153	54.652	66.665
Asesoramiento en materia de inversión	41.509	39.640	39.950	42.101	52.541
Elaboración de informes y análisis financieros	672	1.194	1.023	2.833	3.826
Otros servicios auxiliares	14.642	16.256	11.180	9.718	10.298

1 Datos provisionales.

2 Datos al final del periodo.

3 Incluye clientes profesionales y otros clientes.

4 Importes acumulados desde el inicio del año.

**Empresas de asesoramiento financiero nacional<sup>1</sup>. Principales magnitudes**

CUADRO 2.13

Importes en miles de euros

	2021	2022	2023	2024	2025 <sup>2</sup>
<b>PATRIMONIOS ASESORADOS<sup>3</sup></b>					
Total número de contratos	–	–	–	4.324	4.895
Clientes minoristas	–	–	–	4.114	4.576
Resto de clientes y entidades <sup>4</sup>	–	–	–	210	319
Total patrimonio asesorado	–	–	–	2.183.116	3.209.884
Clientes minoristas	–	–	–	1.304.828	1.885.757
Resto de clientes y entidades <sup>4</sup>	–	–	–	878.288	1.324.127
<b>INGRESOS POR COMISIONES<sup>5</sup></b>					
Total	–	–	–	8.107	6.639
Asesoramiento en materia de inversión	–	–	–	6.591	6.060
Elaboración de informes y análisis financieros	–	–	–	182	10
Otros servicios auxiliares	–	–	–	1.334	569

1 Nuevo tipo de entidad creada por la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, que no tiene consideración de empresa de servicio de inversión, según establece el artículo 128.5, letra a), de la Ley.

2 Datos provisionales.

3 Datos a final del periodo.

4 Incluye clientes profesionales y otros clientes.

5 Importes acumulados desde el inicio del año.

### 3 Instituciones de inversión colectiva<sup>a</sup>

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

CUADRO 3.1

	2023	2024	2025	2025				2026
				I	II	III	IV	I
Total IIC de carácter financiero	2.077	2.075	2.023	2.046	2.049	2.033	2.023	2.019
Fondos de inversión <sup>1</sup>	1.496	1.492	1.438	1.472	1.469	1.450	1.438	1.434
Sociedades de inversión	450	429	412	421	420	418	412	407
IIC de IIC de inversión libre	7	8	8	8	8	8	8	9
IIC de inversión libre	124	146	165	145	152	157	165	169
Total IIC inmobiliarias	3	2	1	2	1	1	1	1
Fondos de inversión inmobiliaria	2	1	0	1	0	0	0	0
Sociedades de inversión inmobiliaria	1	1	1	1	1	1	1	1
Total IIC extranjeras comercializadas en España	1.115	1.139	1.183	1.161	1.161	1.177	1.183	1.198
Fondos extranjeros comercializados en España	442	453	476	466	466	476	476	487
Sociedades extranjeras comercializadas en España	673	686	707	695	695	701	707	711
SGIIC	117	119	118	119	117	118	118	121
Depositarias IIC	32	30	29	30	29	29	29	27

1 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

	2023	2024	2025	2025				2026
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
Total IIC de carácter financiero <sup>2</sup>	16.116.236	16.655.877	17.932.711	17.248.652	17.432.748	17.581.732	17.932.711	18.293.291
Fondos de inversión	16.016.612	16.561.621	17.840.689	17.154.860	17.339.316	17.488.981	17.840.689	18.200.735
Sociedades de inversión	99.624	94.256	92.022	93.792	93.432	92.751	92.022	92.556
Total IIC inmobiliarias <sup>2,3</sup>	583	104	103	103	103	103	103	104
Total IIC extranjeras comercializadas en España <sup>4</sup>	6.951.170	8.144.894	10.136.453	8.210.742	8.753.209	9.395.371	10.136.453	—
Fondos extranjeros comercializados en España	880.152	1.128.287	1.781.319	1.321.181	1.413.093	1.521.774	1.781.319	—
Sociedades extranjeras comercializadas en España	6.071.018	7.016.607	8.355.134	6.889.561	7.340.116	7.873.597	8.355.134	—

1 Datos disponibles: febrero de 2026.

2 Los datos de cuentas 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, en los que las cuentas de partícipes/accionistas están a nivel de compartimento.

3 Datos de fondos y sociedades de inversión inmobiliaria.

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

	2023	2024	2025	2025				2026
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
Total IIC de carácter financiero	367.570,9	421.761,4	475.912,2	430.413,5	444.146,2	462.357,7	475.912,2	491.858,4
Fondos de inversión <sup>2</sup>	353.259,8	405.931,1	458.698,3	414.926,7	428.194,6	444.649,2	458.698,3	474.002,0
Sociedades de inversión	14.311,1	15.830,3	17.213,9	15.486,8	15.951,6	16.659,8	17.213,9	17.856,4
Total IIC inmobiliarias <sup>3</sup>	1.319,2	1.049,7	1.054,4	1.050,9	1.057,3	1.048,7	1.054,4	1.069,5
Total IIC extranjeras comercializadas en España <sup>4</sup>	251.304,7	296.806,6	341.641,2	288.845,2	299.282,6	321.926,1	341.641,2	—
Fondos extranjeros comercializados en España	35.677,7	46.692,5	57.491,6	51.203,3	53.984,5	56.013,3	57.491,6	—
Sociedades extranjeras comercializadas en España	215.627,0	250.114,1	284.149,6	237.641,8	245.298,0	265.912,8	284.149,6	—

1 Datos disponibles: febrero de 2026.

2 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en diciembre de 2025, del orden de 12.511,8 millones de euros.

3 Datos de fondos y sociedades de inversión inmobiliaria.

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

## Distribución del patrimonio de los fondos de inversión

CUADRO 3.4

Millones de euros

	2023	2024	2025	2024	2025			
				IV	I	II	III	IV
Patrimonio	353.259,8	405.931,1	458.698,3	405.931,1	414.926,7	428.194,6	444.649,2	458.698,3
Cartera de inversiones financieras	335.351,6	386.962,4	438.402,3	386.962,4	395.102,3	407.939,7	425.267,0	438.402,3
Cartera interior	79.509,6	82.535,3	85.651,6	82.535,3	86.544,1	87.259,1	86.751,3	85.651,6
Valores representativos de deuda	60.888,4	60.957,7	61.600,7	60.957,7	64.173,2	65.225,8	63.316,7	61.600,7
Instrumentos de patrimonio	6.586,3	6.307,8	8.318,5	6.307,8	7.071,4	7.383,3	7.830,7	8.318,5
Instituciones de inversión colectiva	10.152,3	12.001,9	13.422,8	12.001,9	12.449,5	12.294,4	13.034,1	13.422,8
Depósitos en EE. CC.	1.686,1	3.099,8	1.988,9	3.099,8	2.657,2	2.131,8	2.314,0	1.988,9
Derivados	134,3	85,7	121,5	85,7	110,1	139,4	163,3	121,5
Otros	62,3	82,4	199,1	82,4	82,8	84,2	92,4	199,1
Cartera exterior	255.835,0	304.420,2	352.745,1	304.420,2	308.552,7	320.674,7	338.510,0	352.745,1
Valores representativos de deuda	133.146,1	173.974,5	210.746,3	173.974,5	181.441,1	191.808,4	202.351,5	210.746,3
Instrumentos de patrimonio	46.093,4	53.341,7	60.138,3	53.341,7	51.121,7	53.251,8	56.905,4	60.138,3
Instituciones de inversión colectiva	76.255,3	76.592,8	81.488,9	76.592,8	75.502,9	75.030,3	78.793,2	81.488,9
Depósitos en EE. CC.	196,7	468,7	383,1	468,7	420,9	461,1	348,8	383,1
Derivados	143,3	42,4	-11,6	42,4	66,1	123,1	111,1	-11,6
Otros	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	6,9	6,9	5,6	6,9	5,5	5,9	5,8	5,6
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	16.466,7	17.713,9	18.967,7	17.713,9	18.585,7	18.745,8	18.024,4	18.967,7
Neto deudores/acreedores	1.441,6	1.254,8	1.328,4	1.254,8	1.238,8	1.509,1	1.357,7	1.328,4

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

CUADRO 3.5

Millones de euros

	2023	2024	2025	2024	2025	I	III	IV
				IV	I			
Patrimonio	14.311,1	15.830,3	17.213,9	15.830,3	15.486,8	15.951,6	16.659,8	17.213,9
Cartera de inversiones financieras	13.502,9	15.015,7	16.402,6	15.015,7	14.659,6	15.115,1	15.842,4	16.402,6
Cartera interior	2.231,1	2.308,2	2.183,4	2.308,2	2.931,8	2.752,2	2.491,5	2.183,4
Valores representativos de deuda	858,3	991,7	884,6	991,7	1.699,6	1.471,3	1.185,5	884,6
Instrumentos de patrimonio	870,4	844,9	847,6	844,9	792,9	825,3	853,0	847,6
Instituciones de inversión colectiva	457,0	438,7	428,0	438,7	414,7	428,8	429,5	428,0
Depósitos en EE. CC.	13,9	5,2	0,0	5,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Derivados	0,0	-0,5	-2,0	-0,5	-1,3	0,0	-2,0	-2,0
Otros	31,6	28,2	25,3	28,2	25,9	26,9	25,5	25,3
Cartera exterior	11.271,0	12.706,9	14.218,4	12.706,9	11.727,1	12.362,3	13.350,3	14.218,4
Valores representativos de deuda	2.370,0	2.425,7	2.590,9	2.425,7	2.866,6	3.216,6	2.711,3	2.590,9
Instrumentos de patrimonio	4.396,9	5.343,2	5.878,4	5.343,2	4.122,4	4.322,4	5.345,8	5.878,4
Instituciones de inversión colectiva	4.478,0	4.921,1	5.730,1	4.921,1	4.716,8	4.801,0	5.277,8	5.730,1
Depósitos en EE. CC.	10,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Derivados	-0,9	-3,0	-1,2	-3,0	1,0	1,0	-5,7	-1,2
Otros	16,8	19,9	20,2	19,9	20,4	21,4	21,1	20,2
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	0,8	0,6	0,7	0,6	0,7	0,6	0,5	0,7
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,5	0,5	0,1	0,5	0,5	0,1	0,1	0,1
Tesorería	868,6	898,8	715,6	898,8	666,9	702,6	733,9	715,6
Neto deudores/acreedores	-60,9	-84,7	95,7	-84,7	159,9	133,8	83,5	95,7

	2023	2024	2025	2025				2026
				I	II	III	IV	I <sup>3</sup>
<b>NÚMERO DE FONDOS</b>								
Total fondos de inversión	1.715	1.714	1.668	1.707	1.706	1.680	1.668	1.656
Renta fija <sup>4</sup>	321	352	356	359	361	360	356	354
Renta fija mixta <sup>5</sup>	167	165	174	167	172	171	174	175
Renta variable mixta <sup>6</sup>	197	190	184	187	188	185	184	184
Renta variable euro	82	75	70	75	71	69	70	70
Renta variable internacional	346	357	362	361	362	360	362	368
Garantizado renta fija	58	58	47	58	56	52	47	42
Garantizado renta variable <sup>7</sup>	98	74	45	61	57	47	45	38
Fondos globales	291	294	290	294	292	292	290	287
De gestión pasiva <sup>8</sup>	107	106	96	103	105	101	96	95
Retorno absoluto	48	43	43	42	42	43	43	42
<b>PARTÍCIPES</b>								
Total fondos de inversión	16.020.641	16.571.850	17.852.825	17.161.767	17.349.544	17.495.915	17.852.825	18.210.773
Renta fija <sup>4</sup>	5.833.434	6.348.681	7.277.655	6.804.631	6.986.085	7.086.614	7.277.655	7.402.433
Renta fija mixta <sup>5</sup>	1.048.597	1.061.288	1.140.245	1.069.061	1.081.548	1.097.863	1.140.245	1.179.713
Renta variable mixta <sup>6</sup>	634.547	579.490	581.163	578.158	572.089	570.025	581.163	594.079
Renta variable euro	706.942	691.994	747.059	706.790	703.103	717.367	747.059	674.037
Renta variable internacional	4.082.653	4.225.554	4.282.602	4.337.747	4.231.170	4.252.311	4.282.602	4.499.519
Garantizado renta fija	178.170	156.582	114.626	147.535	133.500	128.226	114.626	103.722
Garantizado renta variable <sup>7</sup>	180.665	119.237	63.288	100.997	83.695	75.442	63.288	51.169
Fondos globales	2.002.961	1.972.624	2.051.452	2.000.059	1.997.271	2.005.785	2.051.452	2.090.147
De gestión pasiva <sup>8</sup>	720.965	782.384	905.488	766.662	902.340	894.783	905.488	914.868
Retorno absoluto	631.707	634.016	687.229	650.127	658.743	667.499	687.229	699.059
<b>PATRIMONIO (millones de euros)</b>								
Total fondos de inversión	353.259,8	405.931,1	458.698,3	414.926,7	428.194,6	444.649,2	458.698,3	474.002
Renta fija <sup>4</sup>	131.868,4	172.404,7	209.481,0	184.772,1	194.760,4	203.571,9	209.481,0	214.124
Renta fija mixta <sup>5</sup>	34.252,8	38.078,5	44.747,7	39.331,6	40.854,6	42.083,9	44.747,7	47.231
Renta variable mixta <sup>6</sup>	23.914,2	23.566,2	25.440,6	23.543,4	23.715,5	24.350,8	25.440,6	26.838
Renta variable euro	6.704,0	6.111,0	7.876,6	6.518,0	6.841,6	7.325,0	7.876,6	7.977
Renta variable internacional	51.099,7	60.219,9	65.130,5	57.734,2	59.803,4	62.569,6	65.130,5	69.867
Garantizado renta fija	7.564,6	6.380,7	4.927,3	5.965,4	5.494,7	5.328,3	4.927,3	4.547
Garantizado renta variable <sup>7</sup>	5.602,1	3.674,1	2.355,8	3.301,3	2.782,5	2.666,1	2.355,8	1.924
Fondos globales	59.479,4	61.047,7	63.311,3	59.861,6	59.912,2	61.410,6	63.311,3	65.754
De gestión pasiva <sup>8</sup>	26.518,6	27.474,3	26.357,4	26.587,4	26.157,9	26.777,6	26.357,4	26.419
Retorno absoluto	6.255,9	6.973,9	9.068,8	7.311,7	7.871,7	8.565,4	9.068,8	9.319

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

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

3 Datos disponibles: febrero de 2026.

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, 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

	2023	2024	2025	2025				2026
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>PARTÍCIPES</b>								
Total fondos de inversión	16.020.641	16.571.850	17.852.825	17.161.767	17.349.544	17.495.915	17.852.825	18.210.773
Personas físicas	15.739.140	16.271.840	17.525.796	16.856.901	17.037.062	17.177.993	17.525.796	17.877.616
Residentes	15.610.315	16.131.514	17.355.226	16.712.096	16.889.766	17.028.544	17.355.226	17.703.264
No residentes	128.825	140.326	170.570	144.805	147.296	149.449	170.570	174.352
Personas jurídicas	281.501	300.010	327.029	304.866	312.482	317.922	327.029	333.157
Entidades de crédito	931	942	228	987	1.023	1.032	228	208
Otros agentes residentes	279.329	297.655	323.694	302.451	309.911	315.286	323.694	329.617
Entidades no residentes	1.241	1.413	3.107	1.428	1.548	1.604	3.107	3.332
<b>PATRIMONIO (millones de euros)</b>								
Total fondos de inversión	353.259,8	405.931,1	458.698,3	414.926,7	428.194,6	444.649,2	458.698,3	474.002,0
Personas físicas	295.592,2	339.518,1	380.070,4	346.805,3	356.850,4	369.611,1	380.070,4	392.209,9
Residentes	291.241,1	334.214,8	373.840,0	341.329,2	351.239,2	363.849,6	373.840,0	385.777,2
No residentes	4.351,1	5.303,3	6.230,4	5.476,1	5.611,3	5.761,5	6.230,4	6.432,7
Personas jurídicas	57.667,5	66.413,0	78.627,9	68.121,5	71.344,1	75.038,0	78.627,9	81.792,1
Entidades de crédito	430,3	421,5	217,9	386,9	430,5	431,8	217,9	209,4
Otros agentes residentes	55.858,1	64.163,5	76.654,9	65.906,6	68.876,9	72.399,5	76.654,9	79.714,9
Entidades no residentes	1.379,1	1.828,0	1.755,1	1.828,0	2.036,7	2.206,8	1.755,1	1.867,7

1 Datos disponibles: febrero de 2026.

## Suscripciones y reembolsos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo<sup>1, 2</sup>

CUADRO 3.8

Millones de euros

	2023	2024	2025	2024	2025	II	III	IV
				IV	I			
<b>SUSCRIPCIONES</b>								
Total fondos de inversión	135.431,3	164.740,0	210.880,2	49.337,6	54.361,9	48.263,5	41.084,8	67.170,0
Renta fija	87.913,2	105.686,5	141.829,0	31.186,1	34.736,9	32.926,1	28.094,9	46.071,2
Renta fija mixta	5.650,5	11.397,7	14.205,1	3.496,6	3.329,0	3.141,8	2.402,7	5.331,6
Renta variable mixta	3.877,8	4.631,2	5.772,0	1.691,4	1.596,3	1.045,7	1.011,1	2.118,9
Renta variable euro	1.533,9	1.666,4	2.528,6	377,1	501,9	473,0	538,0	1.015,8
Renta variable internacional	11.222,3	14.358,4	15.992,4	4.630,5	4.733,3	3.645,2	2.750,6	4.863,2
Garantizado renta fija	2.635,2	804,4	1.214,4	244,0	277,5	370,9	271,0	294,9
Garantizado renta variable	84,8	118,2	437,7	38,5	160,7	55,2	175,3	46,6
Fondos globales	7.789,4	8.452,5	13.926,0	2.897,5	4.168,0	2.966,1	2.880,6	3.911,4
De gestión pasiva	12.964,8	15.815,4	11.584,8	4.227,9	4.065,7	2.861,6	2.067,9	2.589,6
Retorno absoluto	1.759,3	1.809,3	3.388,8	548,0	792,5	778,0	892,7	925,5
<b>REEMBOLSOS</b>								
Total fondos de inversión	117.376,8	136.698,7	177.805,1	41.276,0	43.413,1	41.643,1	33.248,7	59.500,2
Renta fija	58.939,1	70.679,8	109.080,2	22.504,8	23.123,0	24.412,7	20.621,9	40.922,6
Renta fija mixta	11.344,4	7.983,4	8.753,5	2.000,0	2.083,9	2.157,6	1.499,2	3.012,8
Renta variable mixta	6.112,0	5.184,9	5.086,9	1.558,4	1.367,1	1.366,2	875,3	1.478,4
Renta variable euro	3.290,6	2.655,4	2.616,3	568,0	646,3	540,3	398,0	1.031,8
Renta variable internacional	13.002,7	13.907,7	17.124,9	4.160,0	4.606,1	3.711,4	4.002,6	4.804,8
Garantizado renta fija	507,6	1.908,3	2.757,8	382,3	727,2	872,4	449,4	708,8
Garantizado renta variable	826,0	2.131,2	1.786,3	870,2	573,9	588,1	237,7	386,7
Fondos globales	16.688,0	14.077,0	14.699,0	3.613,0	4.685,3	3.927,4	2.967,4	3.118,8
De gestión pasiva	4.306,7	16.744,6	14.202,2	5.272,2	5.083,0	3.715,1	1.887,0	3.517,2
Retorno absoluto	2.359,8	1.426,5	1.698,0	347,2	517,4	351,9	310,3	518,4

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<sup>1,2</sup>**

CUADRO 3.9

Millones de euros

	2023	2024	2025	2024	2025	II	III	IV
				IV	I			
<b>SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS</b>								
Total fondos de inversión	18.050,8	28.041,3	33.075,2	8.061,6	10.948,8	6.620,5	7.836,1	7.669,8
Renta fija	28.528,7	35.205,6	33.101,7	8.728,6	11.613,9	8.539,7	7.840,1	5.108,0
Renta fija mixta	-5.545,0	2.143,1	5.491,1	1.516,4	1.245,1	1.098,6	787,9	2.359,4
Renta variable mixta	-2.287,9	-2.020,2	585,2	131,8	227,2	-313,2	33,4	637,7
Renta variable euro	-1.753,1	-1.146,0	-262,2	-190,8	-144,4	-170,3	68,4	-16,0
Renta variable internacional	-1.766,8	666,3	-853,0	474,3	169,8	36,7	-1.118,0	58,4
Garantizado renta fija	1.905,1	-1.359,5	-1.543,4	-138,3	-449,6	-501,5	-178,4	-413,9
Garantizado renta variable	-938,7	-2.093,5	-1.442,1	-898,9	-413,2	-546,4	-142,5	-340,1
Fondos globales	-8.376,0	-2.771,5	-870,5	-718,1	-495,4	-1.084,6	-85,8	795,3
De gestión pasiva	8.897,7	-965,5	-2.862,7	-1.044,3	-1.079,8	-864,8	9,6	-927,6
Retorno absoluto	-613,1	382,6	1.729,8	200,8	275,1	426,1	621,4	407,1
<b>RENDIMIENTOS NETOS</b>								
Total fondos de inversión	23.796,0	24.699,2	19.794,5	4.058,8	-1.939,0	6.696,7	8.630,3	6.406,5
Renta fija	4.781,0	5.336,1	3.979,0	1.202,6	754,6	1.449,5	972,5	802,4
Renta fija mixta	1.970,7	1.705,9	1.225,3	250,7	13,5	455,6	442,8	313,3
Renta variable mixta	1.958,0	1.676,7	1.293,9	188,3	-247,1	486,1	601,9	453,0
Renta variable euro	1.233,3	554,2	2.028,9	-163,0	551,4	494,4	415,1	568,0
Renta variable internacional	7.281,7	8.458,2	5.767,8	1.691,5	-2.654,8	2.034,1	3.884,9	2.503,7
Garantizado renta fija	204,7	175,6	98,9	31,6	34,3	35,7	12,0	16,9
Garantizado renta variable	234,1	165,6	123,8	26,5	40,4	27,6	26,1	29,7
Fondos globales	4.148,1	4.356,0	3.134,2	462,0	-690,6	1.135,2	1.584,1	1.105,5
De gestión pasiva	1.693,5	1.928,2	1.771,6	306,0	194,9	442,6	618,1	515,9
Retorno absoluto	290,9	342,6	371,1	62,9	64,4	135,7	72,8	98,1

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 podría no coincidir con el del cuadro 3.8.

## Detalle de los rendimientos netos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo<sup>1</sup>

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario

	2023	2024	2025	2024	2025	II	III	IV
				IV	I			
<b>RENDIMIENTOS DE GESTIÓN</b>								
Total fondos de inversión	8,05	7,44	5,51	1,24	-0,25	1,83	2,21	1,65
Renta fija	4,69	4,06	2,63	0,86	0,56	0,91	0,63	0,53
Renta fija mixta	6,50	5,90	3,96	0,88	0,27	1,39	1,32	0,96
Renta variable mixta	9,32	8,65	6,67	1,12	-0,74	2,40	2,85	2,14
Renta variable euro	18,89	10,20	31,01	-2,28	9,04	7,95	6,29	7,86
Renta variable internacional	16,29	16,53	10,90	3,19	-4,01	3,90	6,74	4,28
Garantizado renta fija	3,51	3,30	2,34	0,77	0,70	0,77	0,36	0,47
Garantizado renta variable	4,40	4,02	4,95	0,78	1,38	1,06	1,14	1,35
Fondos globales	7,92	8,42	6,46	1,08	-0,84	2,24	2,96	2,10
De gestión pasiva	8,28	7,79	7,42	1,28	0,92	1,83	2,51	2,16
Retorno absoluto	5,34	6,03	5,45	1,10	1,10	2,02	1,05	1,31
<b>GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN</b>								
Total fondos de inversión	0,80	0,79	0,78	0,20	0,19	0,19	0,20	0,20
Renta fija	0,43	0,48	0,50	0,12	0,12	0,12	0,13	0,13
Renta fija mixta	0,91	0,91	0,88	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22
Renta variable mixta	1,14	1,18	1,17	0,29	0,28	0,29	0,31	0,30
Renta variable euro	1,26	1,29	1,38	0,31	0,34	0,35	0,34	0,35
Renta variable internacional	1,16	1,16	1,15	0,30	0,28	0,28	0,29	0,30
Garantizado renta fija	0,46	0,49	0,48	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12
Garantizado renta variable	0,42	0,41	0,48	0,10	0,11	0,11	0,13	0,13
Fondos globales	1,16	1,18	1,17	0,29	0,28	0,30	0,30	0,29
De gestión pasiva	0,44	0,49	0,50	0,13	0,13	0,12	0,12	0,12
Retorno absoluto	0,61	0,67	0,69	0,16	0,18	0,18	0,16	0,17
<b>GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO</b>								
Total fondos de inversión	0,07	0,07	0,06	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,05	0,05	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Renta fija mixta	0,08	0,08	0,07	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,09	0,09	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable euro	0,09	0,09	0,08	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	0,06	0,05	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 fondo<sup>1</sup>

CUADRO 3.11

%

	2023	2024	2025	2025				2026
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
Total fondos de inversión	7,55	6,96	4,76	-0,42	1,63	2,04	1,46	0,85
Renta fija	4,16	3,51	2,13	0,43	0,79	0,49	0,40	0,30
Renta fija mixta	5,75	5,08	2,95	0,00	1,11	1,08	0,73	0,51
Renta variable mixta	8,51	7,69	5,59	-1,01	2,15	2,56	1,83	1,09
Renta variable euro	18,57	9,10	34,79	9,28	7,73	6,13	7,88	3,21
Renta variable internacional	16,56	17,16	10,06	-4,19	3,55	6,63	4,04	2,25
Garantizado renta fija	3,02	2,69	1,74	0,54	0,62	0,23	0,34	0,21
Garantizado renta variable	4,03	3,56	4,38	1,26	0,91	0,99	1,15	0,55
Fondos globales	7,05	7,42	5,42	-1,08	1,96	2,68	1,80	1,33
De gestión pasiva	8,98	7,60	7,29	0,88	1,72	2,43	2,08	0,52
Retorno absoluto	4,77	5,34	4,79	0,89	1,81	0,91	1,11	0,31

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

2 Datos disponibles: febrero de 2026.

## IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 3.12

	2023	2024	2025	2024	2025	II	III	IV
				IV	I			
<b>IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>								
Cuentas de partícipes <sup>1</sup>	10.341	11.590	15.547	11.590	12.839	14.222	14.677	15.547
Patrimonio (millones de euros)	5.022,6	6.475,6	7.955,4	6.475,6	6.679,4	7.156,5	7.663,8	7.955,4
Suscripciones (millones de euros)	1.416,3	1.612,4	2.037,0	607,1	566,0	557,9	408,1	505,1
Reembolsos (millones de euros)	640,6	623,7	992,9	232,4	351,0	250,5	133,7	257,7
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	775,7	988,7	1.044,1	374,7	214,9	307,4	274,3	247,4
Rendimientos netos (millones de euros)	362,0	475,6	452,1	81,7	-10,2	173,4	233,3	55,7
Rentabilidad (%)	7,98	9,67	6,86	1,37	-0,05	2,64	3,23	0,91
Rendimientos de gestión <sup>2</sup> (%)	9,32	9,61	7,49	1,63	0,19	2,84	3,41	0,97
Gastos comisión de gestión <sup>2</sup> (%)	0,82	0,83	0,72	0,24	0,19	0,18	0,18	0,17
Gastos de financiación <sup>2</sup> (%)	0,29	0,23	0,17	0,06	0,07	0,07	0,02	0,02
<b>IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>								
Cuentas de partícipes <sup>1</sup>	5.283	6.166	6.228	6.166	6.214	6.212	6.223	6.228
Patrimonio (millones de euros)	794,8	846,0	813,1	846,0	835,9	832,7	820,6	813,1
Suscripciones (millones de euros)	77,3	91,2	76,1	12,9	20,4	31,5	4,0	20,2
Reembolsos (millones de euros)	25,1	70,3	78,6	21,2	19,1	15,9	19,3	24,2
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	52,2	20,8	-2,5	-8,3	1,3	15,6	-15,3	-4,0
Rendimientos netos (millones de euros)	1,3	30,5	-30,4	18,0	-11,4	-18,7	3,2	-3,5
Rentabilidad (%) <sup>3</sup>	0,37	3,49	-3,02	2,03	-1,27	-2,22	0,38	0,07
Rendimientos de gestión <sup>4</sup> (%)	1,63	5,28	-2,26	2,53	-1,00	-1,92	0,74	-0,05
Gastos comisión de gestión <sup>4</sup> (%)	1,33	1,38	1,27	0,35	0,31	0,31	0,31	0,33
Gastos comisión de depósito <sup>4</sup> (%)	0,06	0,05	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01

1 Datos por compartimento.

2 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

3 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

## SGIIC: número de carteras y patrimonio gestionado

CUADRO 3.13

	2023	2024	2025	2025				2026
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE CARTERAS<sup>2</sup></b>								
Fondos de inversión <sup>3</sup>	1.496	1.492	1.445	1.472	1.469	1.450	1.445	1.428
Sociedades de inversión	447	426	413	418	417	415	413	405
IIC de IIC de inversión libre	7	8	8	8	8	8	8	8
IIC de inversión libre	123	145	160	144	151	156	160	166
IIC inmobiliarias <sup>4</sup>	3	2	1	2	1	1	1	1
<b>PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)</b>								
Fondos de inversión	353.259,8	405.931,1	458.698,3	414.926,7	428.194,6	444.649,2	458.698,3	474.002,0
Sociedades de inversión	13.878,1	15.351,5	16.678,1	15.015,6	15.460,1	16.153,8	16.678,1	17.272,7
IIC de IIC de inversión libre	821,7	846,0	813,1	835,9	832,7	820,6	813,1	—
IIC de inversión libre	4.387,0	6.234,8	7.728,9	6.471,5	6.945,8	7.443,2	7.728,9	—
IIC inmobiliarias <sup>4</sup>	1.319,2	1.049,7	1.054,4	1.050,9	1.057,3	1.048,7	1.054,4	1.069,5

1 Datos disponibles: febrero de 2026.

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.

	2023	2024	2025	2024	2025	II	III	IV
				IV	I			
<b>VOLUMEN DE INVERSIÓN<sup>2</sup> (millones de euros)</b>								
Total	251.304,7	277.310,3	341.641,2	277.310,3	288.845,2	299.282,6	321.926,1	341.641,2
Fondos	35.677,7	46.692,5	57.491,6	46.692,5	51.203,3	53.984,5	56.013,3	57.491,6
Sociedades	215.627,0	230.617,9	284.149,6	230.617,9	237.641,8	245.298,0	265.912,8	284.149,6
<b>CUENTAS DE PARTÍCIPES/ACCIONISTAS</b>								
Total	6.951.170	7.421.637	10.136.453	7.421.637	8.210.742	8.753.209	9.395.371	10.136.453
Fondos	880.152	1.128.287	1.781.319	1.128.287	1.321.181	1.413.093	1.521.774	1.781.319
Sociedades	6.071.018	6.293.350	8.355.134	6.293.350	6.889.561	7.340.116	7.873.597	8.355.134
<b>N.º DE INSTITUCIONES<sup>3</sup></b>								
Total	1.115	1.139	1.183	1.139	1.161	1.161	1.177	1.183
Fondos	442	453	476	453	466	466	476	476
Sociedades	673	686	707	686	695	695	701	707
<b>ESTADO DE ORIGEN<sup>3</sup></b>								
Luxemburgo	504	509	516	509	518	514	512	516
Francia	230	239	248	239	243	246	254	248
Irlanda	247	255	264	255	257	257	261	264
Alemania	60	61	68	61	64	65	67	68
Reino Unido	0	0	0	0	0	0	0	0
Países Bajos	3	3	3	3	3	3	3	3
Austria	33	34	39	34	37	37	38	39
Bélgica	3	3	3	3	3	3	3	3
Dinamarca	0	0	0	0	0	0	0	0
Finlandia	14	14	15	14	14	14	15	15
Liechtenstein	4	4	5	4	5	5	5	5
Portugal	7	7	7	7	7	7	7	7
Suecia	10	10	11	10	10	10	10	11
Malta	0	0	1	0	0	0	0	1
Noruega	0	0	3	0	0	0	0	3

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

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

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



