



**Informe Anual**  
sobre los mercados  
de valores y su actuación  
**2014**





**Informe Anual de la CNMV sobre  
los mercados de valores y su actuación  
Ejercicio 2014**

Comisión Nacional del Mercado de Valores

Edison, 4

28006 Madrid

Passeig de Gràcia, 19

08007 Barcelona

© Comisión Nacional del Mercado de Valores

Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se cite su procedencia.

La CNMV difunde sus informes y publicaciones a través de la red Internet en la dirección [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es).

ISSN (edición electrónica): 1889-5166

Maqueta: Composiciones Rali, S.A.

## Siglas y acrónimos

AAPP	Administraciones Públicas
ABS	Asset-Backed Security
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
ANCV	Agencia Nacional de Codificación de Valores
ASCRI	Asociación Española de Entidades de Capital-Riesgo
AV	Agencia de valores
BCE	Banco Central Europeo
BIS	Bank for International Settlements
BME	Bolsas y Mercados Españoles
BTA	Bono de titulización de activos
BTH	Bono de titulización hipotecaria
CADE	Central de Anotaciones de Deuda del Estado
CCAA	Comunidades Autónomas
CCC	Cámara de contrapartida central
CDS	Permuta financiera sobre riesgos de impagos de deuda / Credit default swap
CE	Comisión Europea
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CSD	Depositario central de valores / Central Securities Depository
EAFI	Empresa de asesoramiento financiero
EBA	Autoridad Bancaria Europea / European Banking Authority
ECA	Entidad de crédito y ahorro
ECC	Entidad de contrapartida central
ECR	Entidad de capital-riesgo
EIOPA	Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación / European Insurance and Occupational Pensions Authority
EMIR	Reglamento (UE) n.º 643/2012 (European Market Infrastructure Regulation)
ESFS	Sistema Europeo de Supervisores Financieros / European System of Financial Supervisors
ESI	Empresa de servicios de inversión
ESMA	Autoridad Europea de Valores y Mercados / European Securities and Markets Authority
ESRB	Junta Europea de Riesgo Sistémico / European Systemic Risk Board
ETF	Fondo de inversión cotizado / Exchange-Traded Fund
FCR	Fondo de capital-riesgo
FI	Fondo de inversión de carácter financiero
FII	Fondo de inversión inmobiliaria
FIICIL	Fondo de instituciones de inversión colectiva de inversión libre
FIL	Fondo de inversión libre
FMI	Fondo Monetario Internacional
FOGAIN	Fondo General de Garantía de Inversiones
FROB	Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria
FSB	Consejo de Estabilidad Financiera / Financial Stability Board
FTA	Fondo de titulización de activos
FTH	Fondo de titulización hipotecaria
IIC	Institución de inversión colectiva
IICIL	Institución de inversión colectiva de inversión libre
IIMV	Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores / International Organization of Securities Commissions
ISIN	Código internacional de valores / International Securities Identification Number
Latibex	Mercado de Valores Latinoamericanos
LMV	Ley del Mercado de Valores
MAB	Mercado Alternativo Bursátil
MAD	Directiva de Abuso de Mercado (Market Abuse Directive)
MEFF	Mercado Español de Futuros y Opciones Financieros
MiFID	Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros / Markets in Financial Instruments Directive
MFAO	Mercado de Futuros sobre el Aceite de Oliva

MTS	Market for Treasury Securities
MOU	Acuerdo de colaboración / Memorandum of Understanding
NIC	Normas internacionales de contabilidad
NIIF	Normas internacionales de información financiera
NPGC	Nuevo Plan General de Contabilidad
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
OPS	Oferta pública de suscripción de valores
OPV	Oferta pública de venta de valores
OTC	Over the Counter
PER	Price to Earnings Ratio
RENADE	Registro Nacional de los Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero
ROE	Rentabilidad sobre fondos propios / Return on Equity
SAREB	Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria
SCLV	Servicio de Compensación y Liquidación de Valores
SCR	Sociedad de capital-riesgo
SENAF	Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros
SEPBLAC	Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención de Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias
SGC	Sociedad gestora de cartera
SGECR	Sociedad gestora de empresas de capital-riesgo
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 carácter financiero
SII	Sociedad de inversión inmobiliaria
SIL	Sociedad de inversión libre
SMN	Sistema multilateral de negociación
SON	Sistema organizado de negociación
SV	Sociedad de valores
TER	Gastos operativos de un fondo / Total Expense Ratio
UCITS	Institución de inversión colectiva en valores mobiliarios / Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria (zona del euro)
UVM	Unidad de Vigilancia de los Mercados de la CNMV

# Índice general

<b>Siglas y acrónimos</b>	<b>5</b>
<b>Índice de recuadros</b>	<b>11</b>
<b>Índice de cuadros</b>	<b>13</b>
<b>Índice de gráficos</b>	<b>15</b>
<b>Índice de anexos</b>	<b>17</b>
<b>I Marco económico y financiero</b>	<b>19</b>
1 Entorno económico y financiero	21
1.1 Entorno internacional	22
1.1.1 La economía internacional	22
1.1.2 Evolución de los mercados financieros internacionales	26
1.2 Entorno económico y financiero español	34
1.3 Perspectivas del entorno económico y financiero	50
<b>II Mercados y emisores</b>	<b>53</b>
2 <b>Mercados de renta variable</b>	<b>55</b>
2.1 Panorama general	55
2.2 Sociedades cotizadas y capitalización	56
2.3 Admisiones, emisiones y ofertas públicas de venta (OPV)	58
2.4 Negociación	59
2.4.1 Negociación al contado	59
2.4.2 Crédito para operaciones bursátiles y préstamo de valores	61
2.5 Ofertas públicas de adquisición de valores (opas)	62
2.6 Sistemas multilaterales de negociación	64
2.6.1 Latibex	64
2.6.2 Mercado Alternativo Bursátil (MAB)	64
2.7 Fondos de inversión cotizados (ETF)	66
3 <b>Renta fija</b>	<b>67</b>
3.1 Panorama general	67
3.2 Deuda pública	69
3.2.1 Mercado primario	69
3.2.2 Mercado secundario	70
3.3 Renta fija privada	72
3.3.1 Mercado primario	72
3.3.2 Mercado secundario	75
4 <b>Mercados de productos derivados</b>	<b>79</b>
4.1 MEFF Exchange	79
4.1.1 Derivados financieros	79
4.1.2 MEFF Power	81
4.1.3 Miembros del mercado	82
4.2 <i>Warrants</i> y certificados	82
4.3 Otros contratos financieros	85
4.4 Mercado de Futuros sobre el Aceite de Oliva	85

<b>5</b>	<b>Registro, contrapartida, compensación y liquidación</b>	<b>87</b>
5.1	Iberclear	87
5.1.1	Iberclear-CADE	87
5.1.2	Iberclear-SCLV	89
5.1.3	Mejoras técnicas en los servicios	91
5.2	BME Clearing	92
5.2.1	BME Clearing Repo	93
5.3	Iniciativas europeas en el cambio de los servicios de registro, contrapartida, compensación y liquidación	94
<b>III Entidades financieras y servicios de inversión</b>		<b>99</b>
<b>6</b>	<b>Inversión colectiva</b>	<b>101</b>
6.1	Fondos de inversión (FI)	101
6.2	Sociedades de inversión (SICAV)	104
6.3	IIC de inversión libre	105
6.4	IIC inmobiliarias	106
6.5	IIC extranjeras comercializadas en España	107
6.6	Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC)	107
6.7	Depositarios de IIC	109
<b>7</b>	<b>Prestación de servicios de inversión</b>	<b>111</b>
7.1	Entidades de crédito	111
7.2	Empresas de servicios de inversión	113
7.2.1	Sociedades y agencias de valores	113
7.2.2	Sociedades gestoras de cartera	119
7.3	Empresas de asesoramiento financiero	121
<b>8</b>	<b>Entidades de capital-riesgo</b>	<b>123</b>
8.1	Entidades de capital-riesgo registradas en la CNMV	123
8.2	Algunos datos relevantes del sector	125
<b>IV La regulación y supervisión de los mercados de valores</b>		<b>127</b>
<b>9</b>	<b>Información financiera y de gobierno corporativo de los emisores</b>	<b>129</b>
9.1	Información financiera	129
9.1.1	Información financiera anual	129
9.1.2	Información periódica semestral y trimestral	135
9.1.3	Otros aspectos a destacar relacionados con la información financiera	135
9.2	Información referida a accionistas significativos, consejeros, directivos y autocartera	137
9.3	Gobierno corporativo	142
9.3.1	Aspectos más significativos de las prácticas de gobierno de las sociedades cotizadas	142
9.3.2	Informe anual de retribuciones del consejo de administración	151
9.4	Hechos relevantes recibidos en la CNMV	153
<b>10</b>	<b>Supervisión de los mercados</b>	<b>155</b>
10.1	Actuaciones destacadas de la CNMV en los distintos mercados	155
10.1.1	Renta variable	157
10.1.2	Renta fija	162
10.1.3	Productos derivados	166
10.1.4	Registro, contrapartida, compensación y liquidación	169
10.1.5	Comunicación de operaciones ejecutadas sobre instrumentos financieros (artículo 59 bis de la LMV)	173
10.1.6	Comunicación de operaciones sospechosas	174
10.2	Supervisión de las ofertas públicas de adquisición	175
10.3	Unidad de Vigilancia de los Mercados	176
<b>11</b>	<b>Supervisión de entidades</b>	<b>181</b>
11.1	Entidades proveedoras de servicios de inversión	181
11.1.1	Normas de conducta y requisitos organizativos	182
11.1.2	Requisitos prudenciales	190
11.1.3	Cambios normativos	191



11.2	Supervisión de las instituciones de inversión colectiva (IIC)	194
11.2.1	Supervisión de requisitos prudenciales y normas de conducta	195
11.2.2	Información a inversores	198
11.2.3	Supervisión de gestoras de IICIL e IIC de IICIL	199
11.2.4	Supervisión de los depositarios de IIC	199
11.2.5	Supervisión de las IIC inmobiliarias	200
11.3	Supervisión de entidades de capital-riesgo	200
11.4	Supervisión de las sociedades gestoras de fondos de titulización	203
11.5	Colaboración en la prevención del blanqueo de capitales	203
<b>12</b>	<b>Atención al inversor</b>	<b>205</b>
12.1	Atención de reclamaciones	205
12.2	Atención de consultas	211
12.3	Fondo General de Garantía de Inversiones (FOGAIN)	213
12.4	Formación del inversor	215
12.4.1	Plan de Educación Financiera	215
12.4.2	Actividades formativas de la CNMV	220
<b>13</b>	<b>Actuaciones disciplinarias</b>	<b>221</b>
13.1	Expedientes sancionadores	221
13.1.1	Descripción de los expedientes	221
13.1.2	Registro público de sanciones publicadas en el <i>Boletín Oficial del Estado</i> por infracciones graves o muy graves	223
13.2	Servicio contencioso: revisión judicial de resoluciones sancionadoras y otras actuaciones ante los órganos jurisdiccionales	226
13.3	Denuncias	227
13.4	Unidad de Apoyo Internacional	228
13.5	Advertencias sobre entidades no autorizadas	228
<b>14</b>	<b>Actividad internacional</b>	<b>229</b>
14.1	Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA)	229
14.2	IOSCO	234
14.3	Otros foros internacionales	236
<b>V</b>	<b>CNMV: Aspectos organizativos, económicos e institucionales</b>	<b>239</b>
<b>15</b>	<b>Organización</b>	<b>241</b>
15.1	Recursos humanos y organización	241
15.2	Sistemas de información	244
<b>16</b>	<b>Gestión económica</b>	<b>249</b>
16.1	Ingresos y gastos	249
16.2	Estructura de tasas	249
<b>17</b>	<b>Agencia Nacional de Codificación de Valores</b>	<b>251</b>
<b>18</b>	<b>Comité Consultivo de la CNMV</b>	<b>253</b>
18.1	Introducción	253
18.2	Actuaciones del Comité Consultivo durante 2014	254
<b>VI</b>	<b>Informe del Órgano de Control Interno</b>	<b>257</b>
<b>VII</b>	<b>Cuentas de la CNMV</b>	<b>261</b>
<b>Anexos</b>		<b>269</b>
Anexos estadísticos I: mercados y emisores		271

Anexos estadísticos II: entidades financieras y servicios de inversión	287
Anexos estadísticos III: regulación y supervisión	297
Anexos legislativos	323
Anexos sobre la organización de la CNMV	361

## Índice de recuadros

1.1	Un indicador de estrés de los mercados financieros españoles	39
1.2	El mercado bursátil español desde el enfoque de la teoría de redes	47
9.1	Directrices sobre la supervisión de información financiera	136
9.2	Principales novedades del nuevo Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas	144
10.1	Los sistemas multilaterales de negociación en España	163
10.2	El desarrollo de la nueva normativa europea de mercados e instrumentos financieros	167
10.3	Reglamento europeo sobre depositarios centrales de valores	171
11.1	Supervisión de la distribución entre clientes minoristas de clases de acciones de IIC con igual política de inversión y diferentes condiciones económicas en los ámbitos del asesoramiento en materia de inversión y gestión discrecional de carteras	184
11.2	Advertencias al cliente sobre instrumentos financieros	185
11.3	Nueva Ley de Entidades de Capital-Riesgo y modificación de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva	201
12.1	Introducción de contenidos de educación financiera en el currículo escolar en España	216
14.1	Revisión de las Autoridades Europeas de Supervisión por parte de la Comisión Europea	232
15.1	Plan de Actividades de la CNMV 2015	245
15.2	XXV Aniversario de la CNMV	246



## Índice de cuadros

1.1	Los mercados de renta variable: rentabilidad	32
1.2	Indicadores de la economía española	35
1.3	Evolución de los resultados por sectores: empresas cotizadas no financieras	45
1.4	Rentabilidad de los índices y sectores del mercado bursátil español	46
2.1	Capitalización y contratación bursátil en mercados regulados en relación con el PIB nominal	56
2.2	Número de sociedades cotizadas en las bolsas españolas	57
2.3	Capitalización de la renta variable en las bolsas españolas	57
2.4	Número de sociedades cotizadas y capitalización por sectores	58
2.5	Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta	59
2.6	Efectivo negociado en renta variable española admitida en los mercados oficiales nacionales	60
2.7	Contratación de renta variable en los mercados operados por BME	61
2.8	Contratación en BME según modalidades en el mercado continuo	61
2.9	Crédito para compra de valores	62
2.10	Crédito para venta de valores y préstamo de valores	62
2.11	Ofertas públicas de adquisición de valores	63
2.12	Sociedades cotizadas en Latibex por países	64
2.13	Sociedades cotizadas en el MAB por segmento	65
3.1	Emisiones y saldos vivos: distribución por emisores	68
3.2	Contratación en los mercados secundarios oficiales	69
3.3	Contratación en el mercado de deuda pública anotada	71
3.4	Contratación de deuda pública en AIAF y bolsas	71
3.5	Emisiones brutas registradas en la CNMV: detalle por instrumentos	74
3.6	Emisiones brutas de renta fija privada de emisores españoles en el exterior	75
3.7	Emisores, emisiones y saldo vivo de renta fija privada en AIAF	76
3.8	Emisores, emisiones y saldo vivo de renta fija privada en bolsa	76
3.9	Contratación de renta fija privada en AIAF	77
3.10	Contratación de renta fija privada en las bolsas	78
4.1	Negociación en los mercados de derivados financieros europeos	79
4.2	Negociación en MEFF Exchange	80
4.3	Número de miembros en MEFF Exchange	82
4.4	Emisiones de <i>warrants</i> registradas en la CNMV	83
4.5	Emisiones de certificados registradas en la CNMV	83
4.6	Contratación de <i>warrants</i> en el mercado continuo	84
4.7	Contratación de certificados en el mercado continuo	84
4.8	Emisiones de contratos de compraventa de opciones registradas en la CNMV	85
4.9	Número de miembros en MFAO	85
5.1	Entidades participantes en Iberclear	87
5.2	Iberclear-CADE. Actividad de registro	88
5.3	Iberclear-CADE. Número de operaciones liquidadas	88
5.4	Iberclear-CADE. Importe de las operaciones liquidadas	89
5.5	Iberclear-SCLV. Actividad de registro	89
5.6	Iberclear-SCLV. Operaciones liquidadas	90
5.7	Número de miembros en BME Clearing por segmento	93
5.8	Evolución de la actividad en MEFFRepo	94
6.1	Distribución del patrimonio de los fondos de inversión	103
6.2	Altas y bajas en el registro de entidades en 2014	104
6.3	Distribución del patrimonio de las sociedades de inversión	105
6.4	Cuenta de pérdidas y ganancias de las SGIC	108
6.5	Resultados antes de impuestos, n.º de entidades en pérdidas e importe de las pérdidas	109
7.1	Ingresos de las entidades de crédito (EECC) por la prestación de servicios en valores y comercialización de productos financieros no bancarios	112
7.2	Comisiones percibidas por servicios de inversión. 2014	112
7.3	Altas y bajas en el registro de entidades	113
7.4	Cuenta de pérdidas y ganancias de las sociedades de valores	115

7.5	Resultados antes de impuestos, n.º de sociedades de valores en pérdidas e importe de las pérdidas antes de impuestos	116
7.6	Cuenta de pérdidas y ganancias de las agencias de valores	117
7.7	Resultados antes de impuestos, n.º de agencias de valores en pérdidas e importe de las pérdidas antes de impuestos	118
7.8	Cuenta de pérdidas y ganancias de las SGC	120
7.9	EAFI: número de contratos y volumen del patrimonio asesorado	121
8.1	Altas y bajas en el registro de entidades durante 2014	124
9.1	Resumen de las auditorías de entidades emisoras recibidas en la CNMV	131
9.2	Información requerida sobre políticas contables y desgloses de información	134
9.3	Número de notificaciones sobre derechos de voto correspondientes a accionistas significativos	139
9.4	Número de notificaciones sobre derechos de voto correspondientes a consejeros	140
9.5	Número de notificaciones de autocartera según posición final	141
9.6	Transacciones con partes vinculadas. Primer semestre de 2014	151
9.7	Hechos relevantes recibidos en la CNMV	153
10.1	Resumen de la actividad supervisora de los mercados	156
10.2	Suspensiones temporales de cotización en bolsa	157
11.1	Supervisión de ESI/ECA: requerimientos remitidos por la CNMV en 2014	182
11.2	Informes sobre protección de activos de clientes (IPAC)	190
11.3	Supervisión de IIC: requerimientos remitidos por la CNMV en 2014	195
12.1	Reclamaciones tramitadas según tipo de resolución	206
12.2	Motivos de las reclamaciones y quejas tramitadas con emisión de informe final motivado	208
12.3	Consultas atendidas por la CNMV según canal de recepción	212
12.4	Evolución del número de entidades adheridas al FOGAIN	214
13.1	Expedientes abiertos y concluidos	221
13.2	Número de infracciones de cada tipo en los expedientes sancionadores	222
13.3	Sanciones impuestas	222
13.4	Procedimientos en los que ha intervenido la CNMV en 2014	226
13.5	Denuncias presentadas en 2014	227
15.1	Plantilla de la CNMV: composición por categorías profesionales	241
15.2	Distribución del personal por departamentos	242
15.3	Documentos recibidos en la CNMV	244
15.4	Salidas del Registro Electrónico de la CNMV	245
16.1	Ingresos por tasas en la CNMV	250
17.1	Número de valores y otros instrumentos financieros codificados	252
17.2	Consultas atendidas directamente por la ANCV	252
18.1	Tipos de expedientes sometidos a la opinión del Comité Consultivo	254
18.2	Actuaciones del Comité Consultivo de la CNMV en 2014	255

## Índice de gráficos

1.1	PIB: variaciones anuales	23
1.2	Inflación y producción industrial ( var. anual)	24
1.3	Tipos de interés de intervención	25
1.4	Saldo fiscal público y deuda pública	25
1.5	Tipos de interés a corto plazo (tres meses)	26
1.6	Rentabilidades de la deuda pública a diez años	27
1.7	Primas de riesgo de crédito de los CDS de bonos soberanos	28
1.8	Primas de riesgo de crédito de deuda corporativa	28
1.9	Emisiones netas de renta fija internacionales	30
1.10	Emisiones de deuda IG de <i>utilities</i> (energía) europeas	30
1.11	Evolución de los principales índices bursátiles internacionales	31
1.12	Volatilidad histórica de los principales índices bursátiles	32
1.13	Evolución de los mercados financieros en las economías emergentes	33
1.14	Tipo de cambio del euro frente al dólar y al yen	34
1.15	Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación de la economía española (% s/PIB)	37
1.16	Prima de riesgo de los emisores españoles	38
1.17	Deuda del Estado y porcentaje de deuda en manos de no residentes	39
1.18	Evolución del Ibex 35 y de su volatilidad implícita	46
3.1	CDS a diez años sobre la deuda soberana española y diferencial de rentabilidad sobre el bono alemán a diez años ajustado	70
6.1	Fondos de inversión: distribución del patrimonio	102
6.2	Patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España	107
7.1	Sociedades de valores miembros de bolsa: volumen mediado y comisión efectiva media en renta variable nacional	115
7.2	Margen de cobertura sobre los recursos propios exigibles de las sociedades y agencias de valores	119
7.3	Patrimonio gestionado, comisiones percibidas y resultados antes de impuestos de las SGC	120
9.1	Motivo de los requerimientos a los emisores (excluidos FTA)	133
9.2	Número de notificaciones registradas	138
9.3	Notificaciones de consejeros y accionistas significativos presentadas con demora	139
9.4	Grado de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado	143
9.5	Clasificación de explicaciones: ejercicios 2011-2013	143
9.6	Presidente primer ejecutivo	147
9.7	Presencia de consejeros independientes en los órganos de gobierno	148
9.8	Composición del comité de auditoría	148
9.9	Composición de la comisión de nombramientos y retribuciones	149
9.10	Remuneración por conceptos	152
12.1	Materias objeto de consulta	212





# Índice de anexos

## Anexos estadísticos I: mercados y emisores 271

I.1	Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta	271
I.2	Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta: importe efectivo	272
I.3	Sociedades excluidas de cotización bursátil en 2014	276
I.4	Evolución de los índices sectoriales de la Bolsa de Madrid y la Bolsa de Barcelona	276
I.5	Concentración sectorial de la capitalización	277
I.6	Concentración de la contratación bursátil de renta variable	277
I.7	Porcentaje de la capitalización por sectores y mayores empresas respecto al conjunto del mercado	278
I.8	Capitalización y contratación de las sociedades pertenecientes al Ibex 35	279
I.9	Ofertas públicas de adquisición de valores autorizadas en 2014	280
I.10	Sociedades cotizadas en Latibex por sectores	280
I.11	Emisiones brutas de las Administraciones Públicas	281
I.12	Emisiones netas de las Administraciones Públicas	281
I.13	Contratación de deuda del Estado entre titulares de cuenta. Operaciones a vencimiento, con pacto de recompra y simultáneas	282
I.14	Contratación de deuda del Estado entre titulares y terceros. Operaciones a vencimiento, con pacto de recompra y simultáneas	282
I.15	Número de emisores y emisiones registradas en la CNMV: detalle por instrumentos	283
I.16	Principales emisores de renta fija registrados en la CNMV en 2014	283
I.17	Principales emisores de renta fija registrados en la CNMV en 2014. Detalle por instrumentos	284
I.18	Emisores de pagarés: mayores saldos vivos a 31 de diciembre de 2014	284
I.19	Principales emisores de bonos de titulización en 2014	285
I.20	Emisiones de titulización, por naturaleza del activo titulado	285
I.21	Contratación en AIAF por cuenta propia	286

## Anexos estadísticos II: entidades financieras y servicios de inversión 287

II.1	Número, partícipes, patrimonio y descomposición de la variación patrimonial de los fondos de inversión mobiliarios e inmobiliarios	287
II.2	Cartera de los fondos: peso en el saldo vivo de valores españoles	288
II.3	Gastos repercutidos a los fondos de inversión de carácter financiero	288
II.4	Evolución de las rentabilidades y las suscripciones netas de los fondos de inversión	289
II.5	IIC extranjeras comercializadas en España	290
II.6	Sociedades gestoras de IIC (SGIIC): altas y bajas en 2014	290
II.7	ESI extranjeras con pasaporte comunitario: Estado Miembro de origen	291
II.8	Altas y bajas de sociedades y agencias de valores, sociedades gestoras de cartera, empresas de asesoramiento financiero y ESI extranjeras con sucursal	292
II.9	Cambios de control en sociedades y agencias de valores y sociedades gestoras de cartera. 2014	293
II.10	ESI españolas con pasaporte comunitario a 31 de diciembre de 2014. Estado Miembro de acogida	294
II.11	Actuación transfronteriza de las EAFI nacionales	295
II.12	Entidades de crédito extranjeras autorizadas para prestar servicios de inversión en España a 31 de diciembre de 2014. Estado Miembro de origen	295

## Anexos estadísticos III: regulación y supervisión 297

III.1	Número de accionistas de las sociedades del Ibex 35 con participación significativa	297
III.2	Resolución de expedientes sancionadores en 2014	298

III.3	Relación de sentencias recaídas en recursos contencioso-administrativos (R.C.A.) durante 2014 contra resoluciones en materia de sanciones	301
III.4	Advertencias al público sobre entidades no autorizadas	302

### **Anexos legislativos** 323

A	Legislación española	323
A.1	Comisión Nacional del Mercado de Valores	323
A.2	Instrumentos financieros	324
A.3	Mercados secundarios de valores	324
A.4	Empresas de servicios de inversión y entidades de crédito	325
A.5	Instituciones de inversión colectiva y entidades de capital-riesgo	330
A.6	Fondos de titulización y Fondos de Activos Bancarios	332
A.7	Gobierno corporativo	332
A.8	Concursal	335
A.9	Otras normas	338
B	Legislación europea	340
B.1	Mercados de instrumentos financieros	340
B.2	Abuso de mercado	343
B.3	Emisores y cotizadas	346
B.4	Empresas de servicios de inversión y entidades de crédito	347
B.5	Instituciones de inversión colectiva y entidades de capital-riesgo	352
B.6	Gobierno corporativo	353
B.7	Depositarios centrales de valores y entidades de contrapartida central	354
B.8	Sistema Europeo de Supervisión Financiera	355
B.9	Directrices y recomendaciones de ESMA	356
B.10	Otros	357

### **Anexos sobre la organización de la CNMV** 361

	Composición del Consejo de la CNMV a 30 de abril de 2015	361
	Composición del Comité Ejecutivo de la CNMV a 30 de abril de 2015	361
	Composición del Comité Consultivo de la CNMV a 30 de abril de 2015	362
	Organigrama de la CNMV	364

# I Marco económico y financiero



Durante 2014 el entorno macroeconómico internacional se caracterizó por la consolidación de la recuperación de la economía estadounidense y de algunas de las economías europeas que más sufrieron durante la crisis. Sin embargo, persistieron las dudas sobre las perspectivas de crecimiento de la zona del euro en su conjunto, al tiempo que se intensificaron los riesgos de que la inflación se situara en niveles excesivamente bajos, alejados del objetivo de política monetaria, por un tiempo prolongado. Las políticas monetarias mantuvieron un tono esencialmente expansivo, pero experimentaron cambios importantes tanto en EEUU como en Europa; estos cambios fueron de distinto signo debido a las diferencias en la evolución de la economía. En EEUU, el dinamismo de la actividad y el buen comportamiento del mercado de trabajo permitieron a la Reserva Federal disminuir progresivamente el volumen de compras de activos en los mercados, hasta el punto de abandonarlas por completo en octubre y empezar a calibrar el mejor momento para incrementar los tipos de interés oficiales<sup>1</sup>. En la zona del euro, por el contrario, un entorno de crecimiento e inflación muy reducidos hizo que el Banco Central Europeo (BCE) rebajara en dos ocasiones los tipos de interés oficiales hasta agotar su margen de recorrido a la baja y que adoptara nuevas medidas de política monetaria no convencionales para intensificar el estímulo monetario. Entre ellas, destacó por su volumen el programa de compras de activos, que incluye bonos públicos, anunciado en enero de 2015.

En un contexto aún dominado por la abundancia de liquidez, las rentabilidades de los bonos de deuda soberana a largo plazo descendieron, con ciertos altibajos, durante el ejercicio, aunque con más intensidad en la zona del euro. De hecho, estas rentabilidades se situaban a finales de diciembre en valores inferiores al 1% en el caso del bono alemán, francés, holandés y belga, y del 2% en el del bono español e italiano. En EEUU y en el Reino Unido las rentabilidades también disminuyeron, pero finalizaron el año en niveles, en general, más altos que los de las economías de la zona del euro (2,2% y 1,8%, respectivamente). En los mercados de deuda corporativa se observó un repunte en las primas de riesgo de los bonos de menor calidad crediticia (*high yield*) durante la segunda mitad de 2014, que interrumpió la tendencia a la baja de los últimos dos años.

En las bolsas internacionales, los principales índices de renta variable, que en general se habían revalorizado con cierta intensidad durante la primera mitad de 2014, empezaron a mostrar comportamientos divergentes en el tercer trimestre y finalizaron el año con diferencias notables entre regiones. Diversos factores de incertidumbre relacionados con la situación económica europea, la adopción de algunas medidas por parte del BCE, la situación política en Grecia y, en las últimas semanas del año, la inestabilidad de Rusia tras el fuerte descenso del precio del crudo impactaron con mayor fuerza en las bolsas europeas. En el conjunto del año, los índices estadounidenses y japoneses se revalorizaron por encima del 7%, mientras que los europeos presentaban incrementos mucho más reducidos (e incluso algunos descensos).

---

1 Los tipos de interés de intervención en EEUU se han mantenido en el 0-0,25% desde diciembre de 2008.

La economía española creció un 1,4% de media durante los cuatro trimestres de 2014, cinco décimas más que la media de la zona del euro. Después de varios años de ajustes de algunos de sus desequilibrios –lo que incluye el esfuerzo en materia de consolidación fiscal y el proceso de saneamiento y reestructuración del sistema financiero–, la actividad doméstica empezó a mostrar síntomas de una recuperación más sólida. También se observó un incipiente cambio de rumbo en las principales variables del mercado de trabajo, con un aumento de la población ocupada de 434.000 personas y un ligero descenso de la tasa de paro hasta el 23,7%. La mejora en la percepción de los inversores sobre la economía española y sus perspectivas<sup>2</sup> repercutió favorablemente en la evolución de los mercados financieros domésticos. En los de deuda pública, el predominio de las compras dio lugar a una disminución histórica de la rentabilidad del bono a diez años, que finalizó el año en el 1,6% (253 puntos básicos, o p.b., menos que en 2013). El diferencial de tipos de interés con respecto al bono alemán también se redujo, hasta los 107 p.b. (113 p.b. menos). En la bolsa, el Ibex 35 se revalorizó un 3,7% en 2014, por encima de la mayoría del resto de las referencias europeas y a pesar de las turbulencias de los últimos meses del año.

En este capítulo se incluyen dos recuadros relacionados con el análisis de la estabilidad financiera. En el primero (recuadro 1.1) se resumen las principales características de un indicador de estrés de los mercados financieros españoles desarrollado en la CNMV, en línea con otros indicadores que vienen utilizándose para el análisis del riesgo macrofinanciero en la zona del euro. El segundo recuadro (recuadro 1.2) presenta una caracterización del mercado bursátil español inspirada en la teoría de redes, que también puede utilizarse en este tipo de análisis.

## 1.1 Entorno internacional

### 1.1.1 La economía internacional

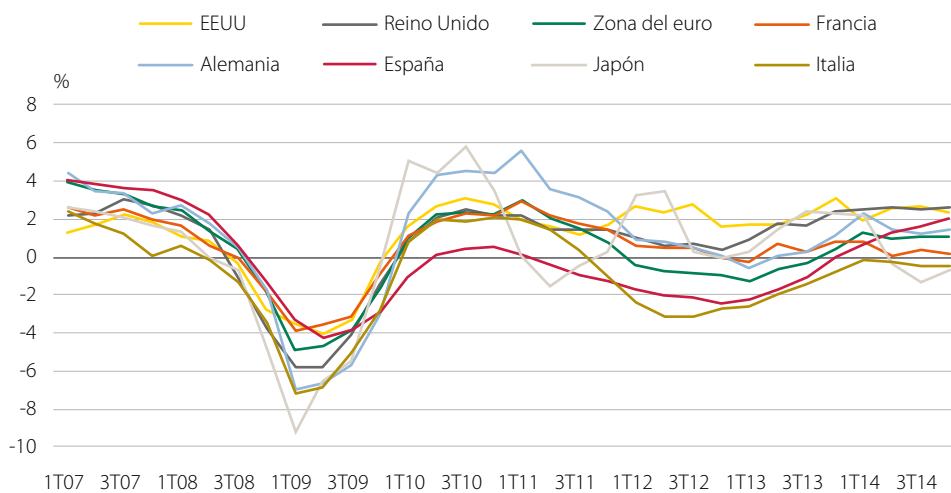
#### EEUU y las economías emergentes continuaron liderando el crecimiento mundial en 2014

La economía mundial creció a un ritmo del 3,4% en 2014, el mismo que en 2013, con un avance del 1,8% en el conjunto de las economías avanzadas y del 4,6% en el de las economías emergentes. En las primeras, destacó el crecimiento del PIB en EEUU (2,4%) y en el Reino Unido (2,6%), así como la leve recuperación de la actividad en la zona del euro, que pasó de caer un 0,5% en 2013 a incrementarse un 0,9% en 2014. No obstante, como se observa en el gráfico 1.1, la senda y la intensidad de la recuperación fueron algo heterogéneas entre las economías europeas. Alemania y España mostraron los avances más elevados, en torno al 1,5% de media anual, mientras que en Francia esta media fue mucho más reducida (0,4%) y en Italia, negativa (-0,4%).

En el ámbito de las economías emergentes, el crecimiento del PIB continuó liderado por las economías asiáticas (6,8%), a pesar de la leve desaceleración de la actividad en China, que pasó del 7,8% en 2013 al 7,4% en 2014. Otras economías emergentes mostraron una desaceleración del crecimiento mayor, como consecuencia de su vinculación a algunos conflictos geopolíticos y, en el tramo final del año, del acusado descenso en el precio del petróleo. Este fue el caso de Rusia, cuyo crecimiento pasó del 1,3% en 2013 al 0,6% en 2014, y de algunas economías latinoamericanas.

---

2 El crecimiento del PIB podría superar el 2,5% en 2015, de acuerdo con el Fondo Monetario Internacional que, al igual que otros organismos, ha ido modificando al alza sus previsiones durante los últimos meses.



Fuente: Thomson Datastream.

### Descenso de la inflación en 2014, acentuado por la caída del precio del petróleo

Las tasas de inflación de las principales economías avanzadas presentaron descensos durante 2014, que fueron más intensos en los últimos meses del año como consecuencia de la fuerte caída del precio del petróleo. Únicamente en Japón creció de forma temporal la inflación, que llegó a situarse en el 3,7%, como consecuencia del incremento del IVA en el mes de abril (véase panel izquierdo del gráfico 1.2). Los niveles de inflación más reducidos se observaron en la zona del euro, donde la tasa anual se ha situado en valores negativos desde diciembre y en EEUU, donde el año se cerró con una tasa anual del 0,7%, entrando en terreno negativo en enero (-0,2%). En el Reino Unido la inflación se situó en niveles algo más elevados (0,5% en diciembre y 0,3% en enero) y en Japón, a pesar de que después del aumento relacionado con la subida del IVA descendió hasta tasas del 2,4%. La evolución de las tasas subyacentes, que descuentan la evolución de los componentes más volátiles, ha sido mucho más estable, aunque ligeramente descendente durante los últimos meses.

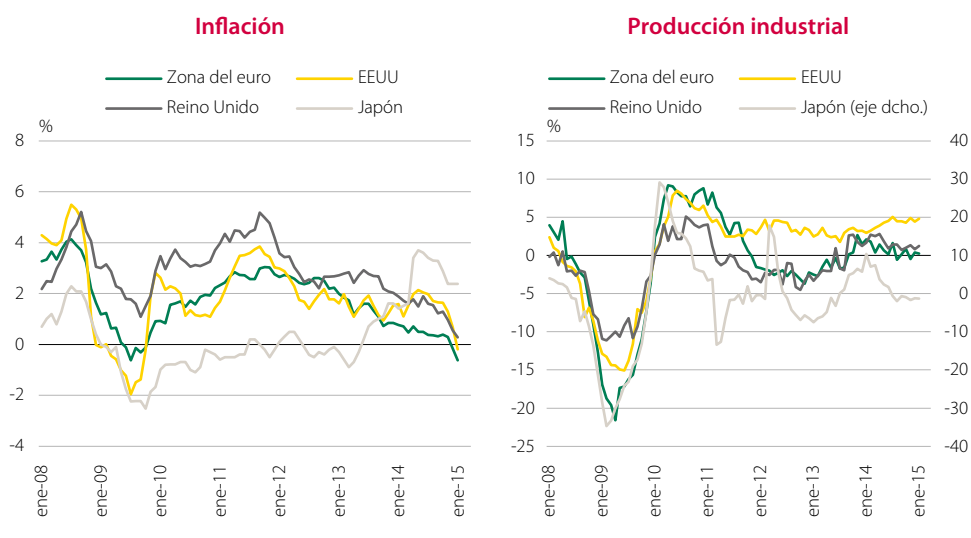
El tono de las políticas monetarias de las grandes economías avanzadas continuó siendo ampliamente expansivo, pero con diferencias notables en las decisiones de los bancos centrales, sobre todo en el ámbito de las medidas no convencionales. Estas diferencias se explican por situaciones también distintas en relación con la actividad, el empleo y la inflación. En el caso de la zona del euro se percibía un incremento del riesgo de que la inflación permaneciese en niveles alejados del objetivo del BCE por un tiempo prolongado y la actividad no mostraba el dinamismo deseado. En este contexto, el BCE redujo los tipos de interés oficiales en dos ocasiones hasta situarlos en su cota inferior efectiva. De este modo, el tipo de interés de sus principales operaciones de financiación se situó en diciembre en el 0,05%<sup>3</sup>, mientras que los tipos de interés de las facilidades de depósito y crédito se situaban, respectivamente, en el -0,2% y el 0,3%. Agotado el margen de cobertura, el BCE adoptó, además, un conjunto de medidas no convencionales dirigidas a intensificar el estí-

3 La bajada se hizo en dos movimientos sucesivos: el primero en junio y el segundo en septiembre, ambos en una cuantía de 10 p.b.

mulo monetario. Entre ellas introdujo nuevos programas de compras de activos privados (cédulas y determinadas titulizaciones) y de financiación a largo plazo<sup>4</sup>. Además, a principios de 2015, la entidad monetaria anunciaba la expansión del programa de compras de activos a bonos emitidos por las Administraciones centrales de la zona del euro (bonos soberanos) y las agencias e instituciones europeas. El programa contempla un importe mensual de compras de activos de 60.000 millones al menos hasta septiembre de 2016. Su diseño es similar al de otros programas de expansión cuantitativa (Quantitative Easing, QE) adoptados en su momento por la Reserva Federal y está dirigido al cumplimiento del objetivo de estabilidad de precios.

### Inflación y producción industrial (var. anual)

GRÁFICO 1.2



Fuente: Thomson Datastream.

En Japón y en China los bancos centrales también están manteniendo medidas de política monetaria expansiva. El Banco de Japón, que inició un programa de expansión monetaria en la primavera de 2013, decidió intensificarlo a finales de octubre con el acuerdo de ampliar la base monetaria a un ritmo anual de 80 billones de yenes frente al anterior objetivo, que se situaba entre 60 y 70 billones. En China, la autoridad monetaria redujo a finales de noviembre la tasa de los préstamos a un año, desde el 6% hasta el 5,6%, con el fin de impulsar la actividad económica. Es la primera rebaja desde julio de 2012<sup>5</sup>.

En EEUU, en cambio, la Reserva Federal decidió finalizar su programa de compras de activos en la reunión del FOMC (Federal Open Market Committee) de finales de octubre de 2014. La Reserva Federal ha indicado que los tipos de interés oficiales, que vienen situándose entre el 0% y el 0,25% desde diciembre de 2008, seguirán así durante un periodo de tiempo prolongado, pero no descarta incrementarlos antes de lo previsto en función de la información que reciba sobre la evolución del empleo y la inflación. Así pues, se abre una nueva etapa en la que el mercado estará pendiente de esa posibilidad. El consenso de los analistas espera el incremento durante el segundo semestre de 2015.

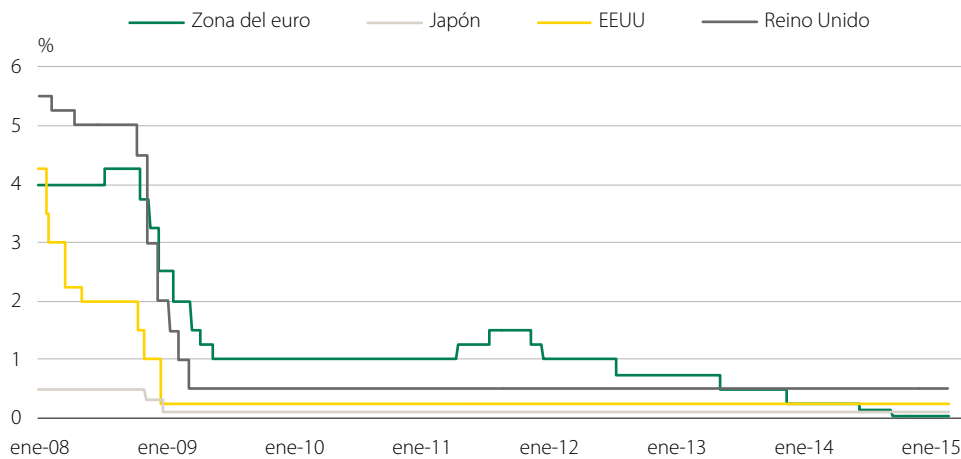
4 Operaciones TLTRO (*targeted longer-term refinancing operations*), mediante las cuales los bancos pueden obtener financiación en función del volumen de crédito no hipotecario que concedan.

5 A finales de febrero de 2015 se anunció una segunda rebaja, desde el 5,6% hasta el 5,35%.



## Tipos de interés de intervención

GRÁFICO 1.3



Fuente: Thomson Datastream.

Marco económico  
y financiero  
Entorno económico  
y financiero

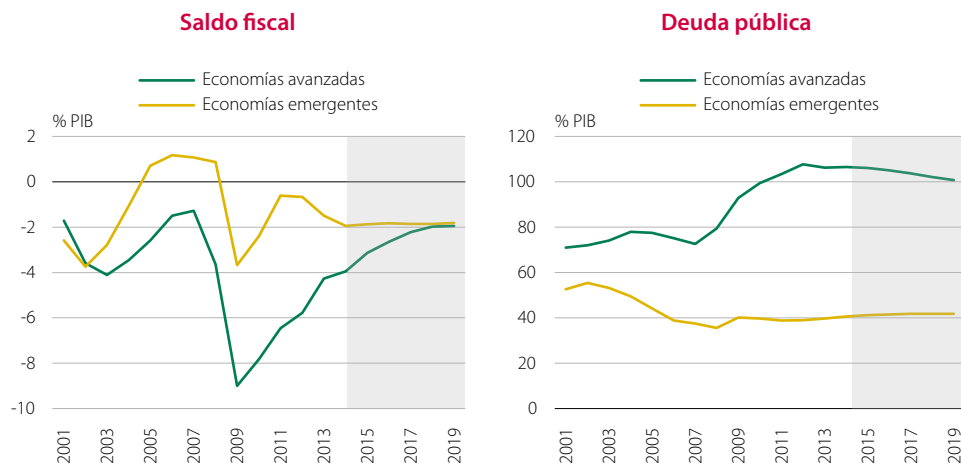
## La consolidación de las finanzas públicas siguió siendo una prioridad para las economías avanzadas

De acuerdo con las estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), el déficit público agregado de las economías avanzadas descendió desde el 5,8% del PIB en 2013 hasta el 4,3% del PIB en 2014. La disminución estaría motivada tanto por la ligera recuperación del crecimiento entre 2013 y 2014 como por el tono ligeramente restrictivo de la política fiscal. En cambio, el déficit público estimado para las economías emergentes se habría incrementado entre 2013 y 2014, desde el 0,7% del PIB hasta el 1,5%.

Las previsiones del FMI apuntan a la convergencia del déficit agregado de ambos conjuntos de economías hasta valores cercanos al 2% del PIB a finales de esta década. Sin embargo, persistirán diferencias notables en relación con el nivel de deuda pública, que en las economías emergentes se mantendrá cerca del 40% del PIB, mientras que en las avanzadas no caerá por debajo del 100% del PIB hasta 2019, a pesar de la leve tendencia descendente que muestra esta variable desde 2013 (véase panel derecho del gráfico 1.4).

## Saldo fiscal público y deuda pública

GRÁFICO 1.4



Fuente: FMI.

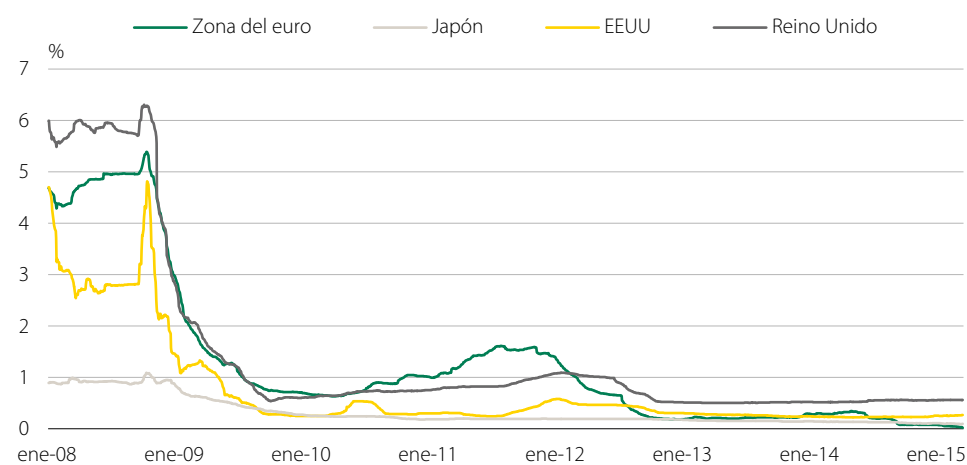
## 1.1.2 Evolución de los mercados financieros internacionales

### Los tipos de interés a corto plazo se mantuvieron en mínimos históricos

La evolución de los tipos de interés a corto plazo en las economías avanzadas más importantes siguió condicionada en 2014 por el tono marcadamente expansivo de las políticas monetarias de los bancos centrales. Las diferencias que empezaron a observarse en la vertiente de las medidas no convencionales de estas políticas (véase epígrafe anterior) no impidieron que la liquidez del sistema siguiera siendo elevada. El exceso de liquidez permitió que los tipos de interés a corto plazo permanecieran en niveles cercanos a cero durante 2014. Como se desprende del gráfico 1.5, los tipos de interés a tres meses en EEUU, el Reino Unido, la zona del euro y Japón no experimentaron cambios relevantes durante el ejercicio. A finales del ejercicio, los tipos de interés a tres meses del mercado interbancario se situaban en el 0,56% en el Reino Unido, el 0,26% en EEUU, el 0,11% en Japón y el 0,08% en la zona del euro.

Tipos de interés a corto plazo<sup>1</sup> (tres meses)

GRÁFICO 1.5



Fuente: Thomson Datastream. (1) Libor a tres meses.

### Fuertes descensos en las rentabilidades de la deuda a largo plazo a ambos lados del Atlántico

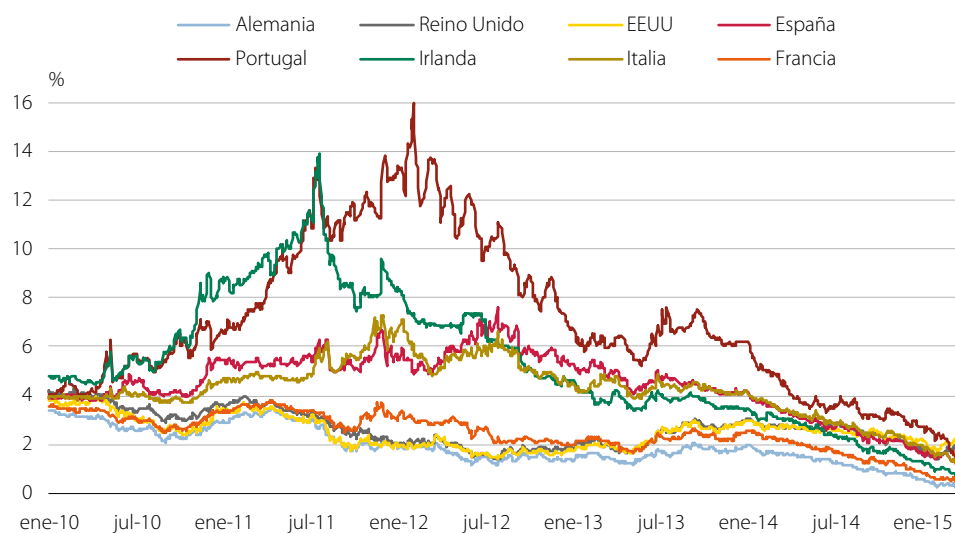
En los mercados internacionales de deuda, las rentabilidades a largo plazo de los bonos soberanos de las economías avanzadas más importantes descendieron prácticamente durante todo el ejercicio. El retroceso fue superior en los países de la zona del euro como consecuencia de la traslación del tono más expansivo de la política monetaria y de las perspectivas de crecimiento moderado tanto de la actividad como de los precios. Como se observa en el gráfico 1.6, a finales del año el nivel de las rentabilidades de la deuda pública a diez años en las economías europeas era históricamente reducido para varias de ellas, con valores inferiores al 1% en el caso del bono alemán, francés, holandés o belga, y al 2% en el caso del bono español e italiano. El descenso acumulado de las rentabilidades de estos instrumentos europeos en 2014 osciló entre los 140 p.b. del bono alemán y los 350 del bono portugués (253 p.b. en el caso del bono español). En EEUU y en el Reino Unido las rentabilidades de los bonos a largo plazo finalizaron el año en niveles más altos por lo común que las anteriores, situándose en el 2,2% y el 1,8% respectivamente, 83 p.b. y 128 p.b. menos que a finales de 2013. En general, las diferencias observadas en las rentabilida-

des de la deuda a largo plazo entre la zona del euro, por un lado, y EEUU y el Reino Unido, por otro, reflejaron las diferencias en el momento cíclico de estas economías y en las perspectivas sobre la orientación de la política monetaria.

Durante los primeros meses de 2015, las rentabilidades de los bonos de la zona del euro siguieron cayendo, descontando algunos de los efectos del programa de compra de deuda del BCE.

### Rentabilidades de la deuda pública a diez años

GRÁFICO 1.6



Fuente: Thomson Datastream.

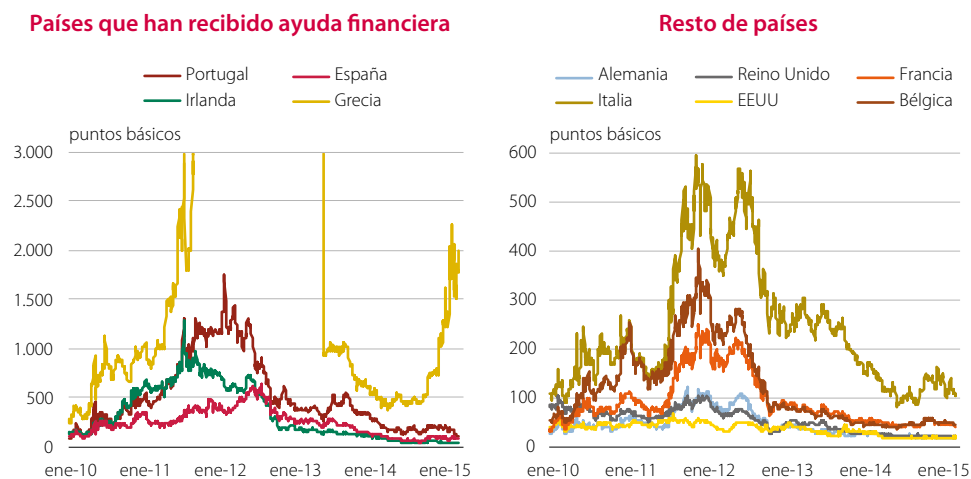
El descenso de las rentabilidades estuvo acompañado de una reducción notable de las primas de riesgo de crédito soberano durante los tres primeros trimestres del año. Después, la confluencia de diversos factores de incertidumbre hizo que las primas de riesgo de varias economías europeas aumentasen, pero de forma limitada. Únicamente la prima del CDS del bono soberano griego mostró un repunte notable, como consecuencia de la incertidumbre política de aquel país, que no se transmitió al resto de las economías. En general, los niveles de las primas de riesgo de los CDS de los bonos de deuda soberana en Europa a finales de 2014 eran inferiores a los existentes en la primavera de 2010, coincidiendo con el primer episodio de turbulencias en Grecia (véanse paneles del gráfico 1.7). En el caso de las economías periféricas, estas primas se situaban entre los 50 p.b. y los 200 p.b., lo que supone un descenso de entre 32 p.b. y 144 p.b. en relación con los valores de finales de 2013 (57 p.b. en el caso del CDS del bono soberano español).

En cuanto a las primas de riesgo observadas en el sector privado no financiero, cabe señalar un cambio de patrón con respecto a la tendencia observada desde hace varios trimestres, sobre todo en las categorías de deuda de mayor riesgo. En general, las primas de riesgo han venido mostrando caídas sustanciales en los últimos ejercicios como reflejo de la menor percepción de riesgo; el descenso también se ha podido ver estimulado por el contexto de abundancia de liquidez en los mercados y del reducido nivel de los tipos de interés, que han fomentado la compra de activos de mayor riesgo relativo, entre ellos la deuda corporativa. Estas estrategias de búsqueda de rentabilidad (*search for yield*) han perdido intensidad durante el segundo semestre del año, lo que ha propiciado incrementos en las primas de riesgo de los bonos corporativos de calidad crediticia media y baja, tanto en EEUU como en la zona del

euro. Como se observa en el gráfico 1.8, a finales de diciembre, las primas de riesgo de los bonos corporativos de peor calidad crediticia (*high yield*) se situaban en 531 p.b. en la zona del euro y en 477 p.b. en EEUU. Estos valores, que superaban en más de 150 p.b. los observados a mediados de año, marcan un cambio claro de tendencia en las primas de riesgo, que venían descendiendo desde mediados de 2012.

### Primas de riesgo de crédito de los CDS de bonos soberanos

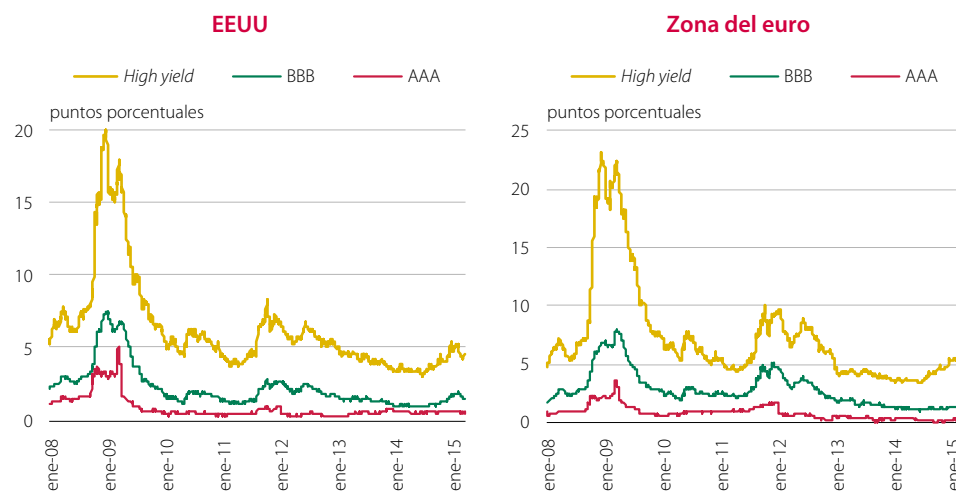
GRÁFICO 1.7



Fuente: Thomson Datastream.

### Primas de riesgo de crédito de deuda corporativa<sup>1</sup>

GRÁFICO 1.8



Fuente: Thomson Datastream (índices Merrill Lynch e IBOXX). (1) Expresado como la diferencia entre la TIR del conjunto de bonos que pertenece a un índice de determinado vencimiento y calidad crediticia y la de los bonos de deuda pública a diez años (en el caso de la zona del euro se utiliza el bono alemán).

### Incremento de las emisiones netas de deuda del sector privado y estabilidad en las soberanas

Las emisiones netas de deuda efectuadas en los mercados internacionales ascendieron a 3,26 billones de dólares en el conjunto de 2014, lo que supone un 8,9% más en relación con las cifras de 2013. Este avance se explica por el incremento de las emisiones del sector privado, ya que las emisiones netas de deuda soberana, que ascen-

dieron a dos billones de dólares, permanecieron prácticamente en los mismos niveles de 2013 (-0,4%). En general, la consolidación fiscal de las economías avanzadas más grandes ha dado lugar a descensos en las emisiones netas de deuda durante los últimos años. Estas emisiones habían alcanzado un máximo cercano a los seis billones de dólares en 2010 (véase panel superior derecho del gráfico 1.9).

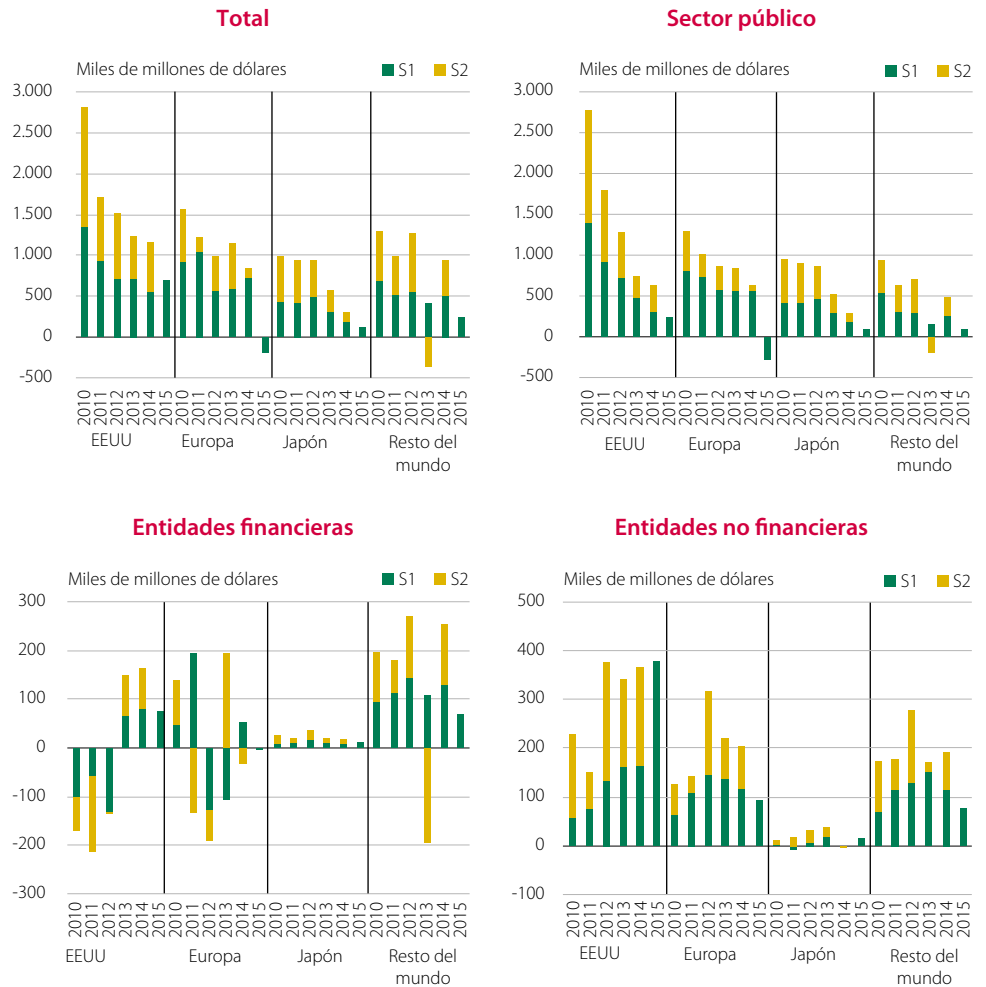
En cuanto a las emisiones efectuadas por el sector privado, destacan por su volumen aquellas realizadas por las sociedades no financieras. En términos netos, estas emisiones se situaron en 756.000 millones de dólares en 2014 (el 23% del total), prácticamente el mismo volumen que en 2013 (766.000 millones). Las emisiones de deuda del sector no financiero fueron más elevadas en EEUU, si bien su volumen también fue significativo en Europa. En esta última región siguió reduciéndose la fragmentación de los mercados originada durante la crisis, que se reflejaba en un encarecimiento notable de las emisiones de deuda efectuadas en algunas economías (véase gráfico 1.10). Este hecho habría favorecido que las emisiones de deuda del sector privado se mantuviesen en niveles elevados durante el pasado ejercicio (véase panel inferior derecho del gráfico 1.9).

En relación con las emisiones netas de las entidades financieras (un 14% del total), continuó observándose un comportamiento diferente entre las de las entidades europeas y las del resto del mundo. Las europeas están aún digiriendo las consecuencias de la crisis económica de los últimos años y no tienen elevadas necesidades de financiación o están financiándose por otras vías. El volumen neto de las emisiones de estas instituciones ascendió a 21.000 millones de dólares (con un segundo semestre en negativo), muy por debajo de los 87.000 millones de 2013. Por el contrario, las entidades financieras estadounidenses, que operan en una economía más dinámica y están en mejores condiciones para acceder a los mercados de deuda, emitieron valores de renta fija por un importe de 166.000 millones de dólares, ya por encima de los 152.000 millones de 2013.

Estas tendencias se mantuvieron durante los primeros meses de 2015, con la particularidad de que las emisiones de deuda corporativa de alta calidad se incrementaron de forma significativa en EEUU. El aumento de estas emisiones se vio favorecido por la abundancia de liquidez, que permitió a los emisores financiarse a tipos de interés muy reducidos.

### Emisiones netas de renta fija internacionales

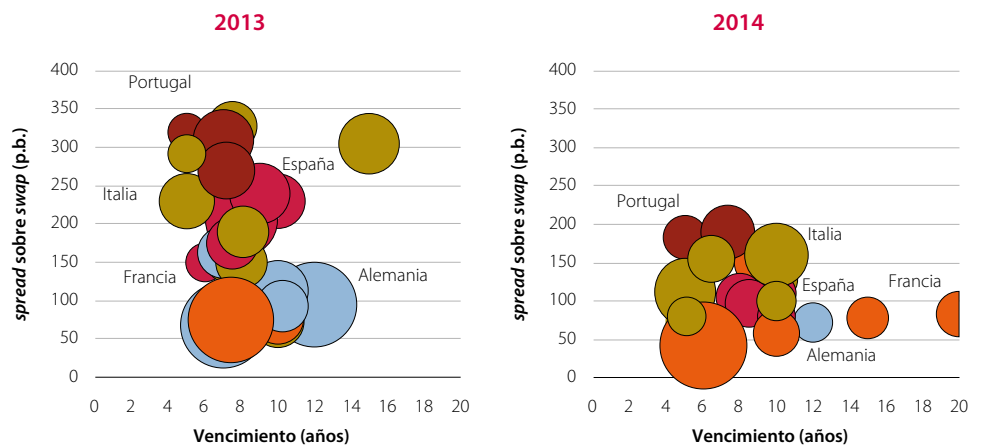
GRÁFICO 1.9



Fuente: Dealogic. Datos semestrales. Los datos de 2015 son hasta el 13 de marzo, pero se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.

### Emisiones de deuda IG de utilities (energía) europeas<sup>1,2</sup>

GRÁFICO 1.10



Fuente: Dealogic. (1) Deuda *investment grade* (IG) de largo plazo a tipo de interés variable. El tamaño de la burbuja es proporcional al tamaño de la emisión. (2) Se expone una selección de emisiones representativas.

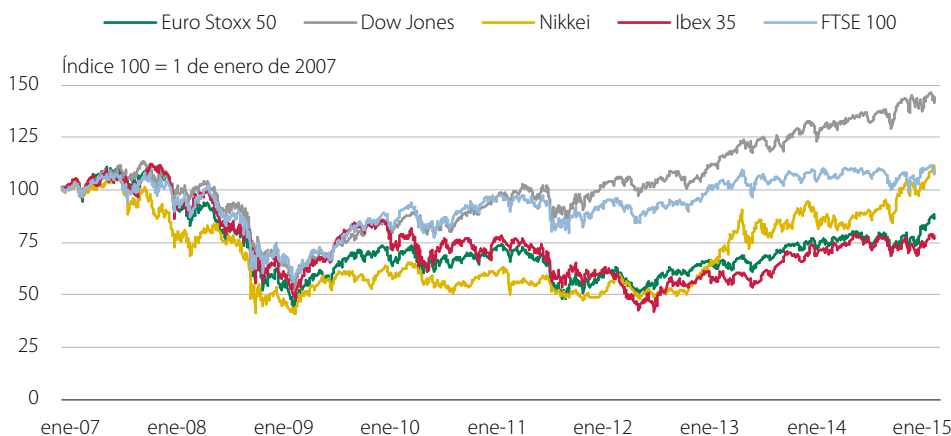
## Avances anuales en los índices de renta variable a pesar de la volatilidad observada en el tramo final del año

Marco económico  
y financiero  
Entorno económico  
y financiero

Los principales índices internacionales de renta variable, que en general se habían revalorizado con cierta intensidad durante la primera mitad de 2014, empezaron a mostrar comportamientos divergentes en el tercer trimestre y finalizaron el año con diferencias notables entre regiones. Por una parte, los índices estadounidenses y japoneses mantenían variaciones positivas en el último trimestre del ejercicio, debido a la mayor fortaleza de la economía en los primeros y a la nueva expansión monetaria adoptada por el banco central en los segundos. Por el contrario, los índices europeos fueron más sensibles a la aparición de noticias desfavorables en relación con el crecimiento previsto de algunas economías y a la incertidumbre en torno a la introducción del programa de compras de activos por parte del BCE. En las últimas semanas del año, el descalabro del precio del crudo, la incertidumbre política en Grecia y las turbulencias en los mercados financieros de Rusia también repercutieron negativamente sobre los índices de renta variable.

### Evolución de los principales índices bursátiles internacionales

GRÁFICO 1.11



Fuente: Thomson Datastream.

En el conjunto del año, los índices bursátiles de EEUU presentaron incrementos que oscilaron entre el 7,5% del Dow Jones y el 13,4% del Nasdaq, con avances en todos los trimestres. En Japón, los índices se revalorizaron entre el 7,1% (Nikkei) y el 8,1% (Topix), mostrando caídas únicamente en el primer trimestre. En Europa, la evolución de los índices, que había sido creciente en el primer semestre (excepto en el caso de Italia), tendió a estabilizarse en el tercero y, en el último tramo del ejercicio, fue claramente descendente. En el acumulado de 2014 la mayoría de los índices europeos presentaba leves avances, de entre el 1,2% del Eurostoxx 50 y el 3,7% del Ibex 35. Entre los índices europeos que perdieron valor, destacó el británico FTSE 100, con una caída anual del 2,7% (véase cuadro 1.1).

Durante los primeros meses de 2015, los índices estadounidenses mostraron una tendencia relativamente estable, mientras que los de la zona del euro se revalorizaron, impulsados por la mejora de las perspectivas económicas en Europa y la extensión del programa de compras de activos del BCE.

La volatilidad de los mercados de renta variable se mantuvo en niveles reducidos durante los tres primeros trimestres de 2014, con valores en general inferiores al 20%. En el último trimestre del año, la aparición de varios elementos de incertidum-

bre generó un aumento de la variabilidad de las cotizaciones, que fue mayor en los índices europeos. En cualquier caso, el nivel de volatilidad de los principales índices no superó el 32%, lejos de los valores observados en otros momentos de estrés en los mercados financieros (véase gráfico 1.12).

### Los mercados de renta variable: rentabilidad

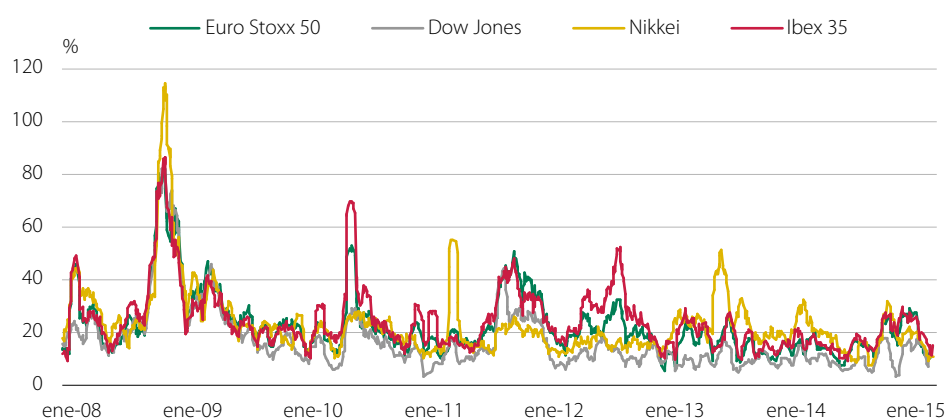
CUADRO 1.1

Bolsa	Índice	Var. <sup>1</sup> (%)				
		2010	2011	2012	2013	2014
<b>Países desarrollados</b>						
EEUU	Dow Jones Ind. A.	11,0	5,5	7,3	26,5	7,5
EEUU	Nasdaq Composite	16,9	-1,8	15,9	38,3	13,4
Japón	Nikkei	-3,0	-17,3	22,9	56,7	7,1
Reino Unido	FTSE 100	9,0	-5,6	5,8	14,4	-2,7
Zona del euro	Euro Stoxx 50	-5,8	-17,1	13,8	17,9	1,2
Euronext	Euronext 100	1,0	-14,2	14,8	19,0	3,6
Alemania	Dax 30	16,1	-14,7	29,1	25,5	2,7
Italia	Mib 30	-8,7	-24,0	10,2	18,8	-0,4
España	Ibex 35	-17,4	-13,1	-4,7	21,4	3,7
<b>Latinoamérica y Asia</b>						
Argentina	Merval	51,8	-30,1	15,9	88,9	59,1
Brasil	Bovespa	1,0	-18,1	7,4	-15,5	-2,9
Chile	IGPA	38,2	-12,4	4,7	-13,5	3,5
México	IPC	20,0	-3,8	17,9	-2,2	1,0
Perú	IGBL	66,4	-16,7	5,9	-23,6	-6,1
Corea del Sur	Korea Cmp Ex	21,9	-11,0	9,4	0,7	-4,8
Hong Kong	Hang Seng	5,3	-20,0	22,9	2,9	1,3
China	Shangai Composite	-14,3	-21,7	3,2	-6,7	52,9

Fuente: Thomson Datastream. (1) En moneda local.

### Volatilidad histórica<sup>1</sup> de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 1.12



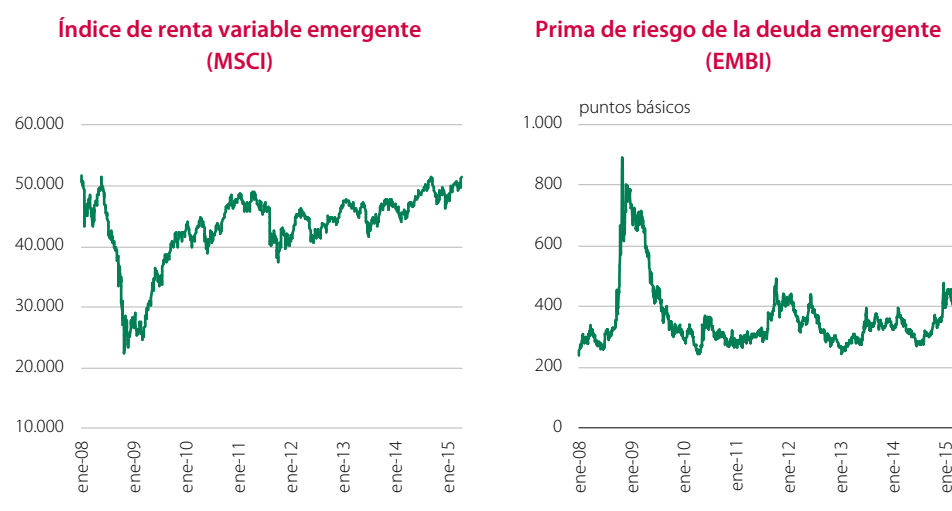
Fuente: Thomson Datastream. (1) La volatilidad histórica del índice en el día t está calculada como la desviación típica de los rendimientos diarios del índice en las 20 sesiones anteriores a t.

Los principales índices de renta variable de los países emergentes, que en términos generales se habían revalorizado en los tres primeros trimestres del año, retrocedieron durante el último trimestre, como consecuencia del empeoramiento de las pers-



pectivas de algunas economías, del fuerte descenso del precio del crudo, de la finalización del programa de estímulos monetarios en EEUU y, en las últimas semanas, de la situación de incertidumbre en Rusia. El incremento del riesgo percibido en estas regiones se tradujo en un repunte considerable de la prima de riesgo de la deuda emergente<sup>6</sup>, que en diciembre alcanzaba máximos cercanos a 480 p.b., cerca de 200 p.b. más que a mediados del ejercicio anterior (véase panel derecho del gráfico 1.13). De acuerdo con la información del índice de renta variable emergente MSCI, la caída de las cotizaciones desde mediados de septiembre no impidió la revalorización anual del índice, que se situó en el 2,5%. No obstante, el comportamiento fue muy heterogéneo entre las diferentes bolsas, según se desprende de la información del cuadro 1.1.

**Evolución de los mercados financieros en las economías emergentes** GRÁFICO 1.13



Fuente: Thomson Datastream y Bloomberg.

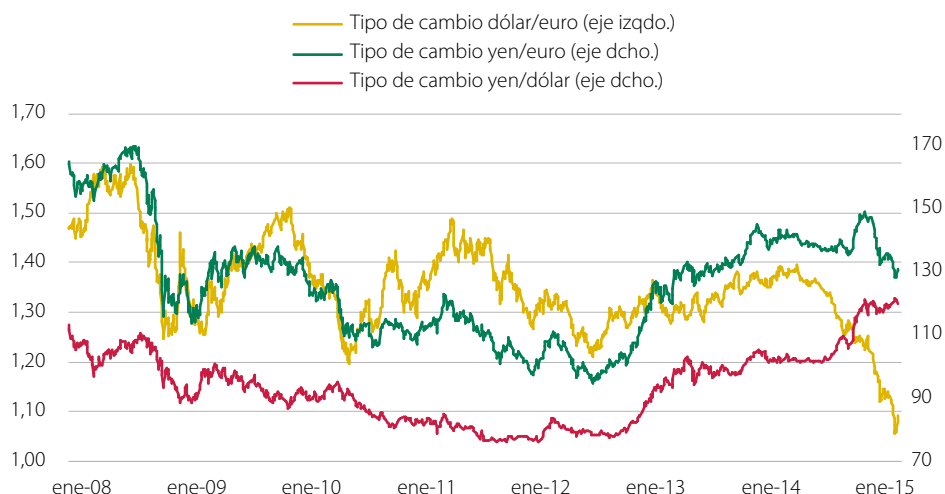
### Fuerte depreciación del euro frente al dólar desde mayo

La evolución de los mercados cambiarios durante 2014 estuvo marcada por la notable depreciación del euro frente al dólar, que comenzó en los meses de primavera, y también por la depreciación del rublo acaecida en el tramo final del ejercicio. En cuanto a la evolución del tipo de cambio dólar/euro, se observó una tendencia a la apreciación de la moneda europea durante los primeros meses de 2014, que se invirtió desde mayo. Los giros en las políticas monetarias de ambas zonas, junto con el mayor atractivo de las rentabilidades de los activos estadounidenses, explicarían la mayor parte de la depreciación de la divisa europea. Así, el tipo de cambio del euro con respecto al dólar pasó de 1,36 dólares por euro a principios de 2014 hasta niveles máximos cercanos a 1,40 dólares por euro a mediados de mayo y, después, descendió hasta 1,20 dólares por euro a finales de diciembre (en 2015 continuó esta tendencia, como puede apreciarse en el gráfico 1.14). El tipo de cambio del yen mostró una gran variabilidad, sobre todo en los últimos tres meses del año, como consecuencia de la nueva expansión monetaria adoptada por el banco central en octubre. En el conjunto del año, el tipo de cambio del yen tendió a depreciarse frente al dólar, al pasar de 105 yenes por dólar a 120 yenes por dólar, pero no frente al euro.

6 Según los índices de deuda EMBI.

## Tipo de cambio del euro frente al dólar y al yen

GRÁFICO 1.14



Fuente: Thomson Datastream.

## 1.2 Entorno económico y financiero español

### Avance en la recuperación de la actividad y del empleo

En el conjunto de 2014, el PIB de la economía española creció un 1,4%, lo que supone un punto de inflexión en relación con el patrón descendente observado durante los últimos años (-1,2% en 2013, -2,1% en 2012 y -0,6% en 2011). El avance de la actividad, que fue ganando intensidad conforme transcurría el año, fue superior al de la media de los países de la zona del euro (0,9%), un hecho que no se producía desde 2008.

El comportamiento de los principales componentes del PIB en 2014 puso de manifiesto un cambio significativo en la composición del crecimiento. Por primera vez desde el inicio de la crisis, la contribución de la demanda nacional al crecimiento del PIB fue positiva (2,2 puntos porcentuales, o p.p.), mientras que la del sector exterior fue negativa (-0,8 p.p.). Como se aprecia en el cuadro 1.2, la mayoría de los componentes de la demanda experimentaron avances significativos en el ejercicio, que contrastaron con las caídas de 2013. Así pues, el gasto en consumo privado y público se incrementó un 2,4% y un 0,1%, respectivamente, con respecto a los descensos registrados en el año anterior (-2,3% y -2,9%). El avance de la formación bruta de capital (3,4% frente al -3,8% precedente) tuvo su origen tanto en el notable incremento de la inversión en bienes de equipo (12,2% frente al 5,6%) como en la menor contracción de la inversión en construcción (1,5% frente al -9,2%). En cuanto al sector exterior, las exportaciones españolas avanzaron un 4,2%, un ritmo muy parecido al de 2013, mientras que el crecimiento de las importaciones se situó en el 7,6% (muy por encima del leve descenso anterior).

Desde el punto de vista de la oferta, el valor añadido de la mayoría de las ramas de actividad presentó tasas de variación positivas en 2014. Así, en el sector industrial y en los servicios, el valor añadido bruto se incrementó de media anual un 1,5% y un 1,6%, respectivamente (-1,8% y -2,2% en 2013), mientras que en las ramas primarias el aumento fue del 3,3%. Únicamente el sector de la construcción presentó un retroceso, aunque más moderado que en años anteriores (-1,2% en 2014 frente a 8,1% en 2013).

## Indicadores de la economía española

CUADRO 1.2

	2010	2011	2012	2013	2014
PIB	0,0	-0,6	-2,1	-1,2	1,4
Consumo privado	0,2	-2,0	-3,0	-2,3	2,4
Consumo público	1,5	-0,3	-3,7	-2,9	0,1
Formación bruta de capital fijo, de la que:	-4,8	-6,3	-8,1	-3,8	3,4
bienes de equipo	5,8	0,9	-9,1	5,6	12,2
Exportaciones	9,4	7,5	1,2	4,3	4,2
Importaciones	7,0	-0,7	-6,3	-0,5	7,6
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	0,5	2,1	2,2	1,4	-0,8
Empleo <sup>1</sup>	-2,6	-2,6	-4,4	-3,2	1,2
Tasa de paro	19,9	21,4	24,8	26,1	24,4
Índice de precios de consumo	1,8	3,2	2,4	1,4	-0,2
Saldo cuenta corriente (% PIB)	-3,9	-3,3	-0,4	1,5	0,6
Saldo AAPP (% PIB) <sup>2</sup>	-9,3	-9,4	-10,3	-6,8	-5,8

Fuente: Ministerio de Economía y Competitividad, Comisión Europea y Thomson Datastream. Tasas de variación anuales salvo indicación expresa en contra. (1) En términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. (2) Se incluyen las ayudas públicas a las entidades de crédito en 2011, 2012, 2013 y 2014 por una cuantía del 0,5%, el 3,8%, el 0,5% y el 0,1% del PIB, respectivamente.

La tasa de inflación española, que se había mantenido en tasas cercanas a cero durante la primera mitad del año, descendió progresivamente durante el segundo semestre, hasta situarse a finales de diciembre en el -1,0% interanual (-1,1% en febrero de 2015). El descenso de la inflación tuvo su origen principalmente en la fuerte caída del precio de los productos energéticos (-8,5% interanual en diciembre y 10,2% en febrero de 2015). La tasa de variación media anual del IPC de 2014 se situó en el -0,2%, frente al 1,4% de 2013. La evolución de la tasa subyacente, que descuenta los elementos más volátiles del índice, fue mucho más estable en el pasado ejercicio, al oscilar entre el -0,1% y el 0,3%. En promedio anual, su tasa de variación se situó en cero (1,4% en 2013). El diferencial de inflación con la zona del euro<sup>7</sup> continuó siendo negativo (se ha mantenido así desde septiembre de 2013), finalizando el año en -1,0 puntos porcentuales (-0,6 puntos porcentuales de media).

La recuperación de la actividad económica en 2014 frenó el deterioro del mercado laboral de los últimos años, observándose incrementos en el número de empleados y un ligero descenso en la tasa de paro. De acuerdo con los datos de la Contabilidad Nacional, el número de empleados a tiempo completo de la economía española

7 IPC armonizado.

empezó a crecer en términos anuales en el segundo trimestre de 2014, después de casi seis años de caídas. En los últimos tres meses del año, el empleo crecía a tasas del 2,4% (1,2% de media para el conjunto del año). La información de la Encuesta de Población Activa (EPA) revela que la tasa de paro prolongó la tendencia a la baja que comenzó tras el máximo histórico del 27% en el primer trimestre de 2013. A finales de 2014, dicha tasa se situaba en el 23,7% de la población activa (5,46 millones de desempleados), dos puntos porcentuales menos que a finales de 2013. La EPA cifró el incremento de la población ocupada en 2014 en 434.000 personas (416.000 en el sector privado y 18.000 en el sector público). Cabe destacar que, por primera vez desde el inicio de la crisis en 2008, el número de hogares con todos sus miembros en situación de desempleo se redujo, mientras que aumentó el número de hogares con todos sus miembros ocupados. En cuanto a los costes laborales unitarios, su caída continuó a lo largo de 2014, disminuyendo en promedio un 0,4%. Este descenso se explica tanto por la disminución de la remuneración por asalariado (un 0,2% de media anual) como por el incremento de la denominada productividad aparente del trabajo (un 0,2% de media anual).

El déficit de las Administraciones Públicas (AAPP) se situó en el 5,7% del PIB en 2014, por debajo del 6,3% de 2013<sup>8</sup>. El desglose por tipo de administración revela evoluciones diferentes: así, el déficit de la Administración Central se redujo desde el 4,2% del PIB hasta el 3,5%, mientras que el de las Comunidades Autónomas aumentó desde el 1,5% hasta el 1,7%. Los saldos de las Administraciones de la Seguridad Social y de las Corporaciones Locales no mostraron cambios sustanciales en 2014, quedando en el -1,1% y el 0,5% del PIB, respectivamente. La deuda agregada de las AAPP se situó en el 97,7% del PIB a finales de 2014, 5,6 puntos porcentuales más que a finales de 2013. Los objetivos presupuestarios planteados para el periodo 2014-2017 prevén una reducción progresiva del déficit hasta niveles cercanos al 1% del PIB en 2017 y un incremento de la ratio de deuda sobre el PIB en 2015, que descendería en años posteriores.

### Descenso de la capacidad de financiación de la economía española

La capacidad de financiación de la economía española se situó en el 1,0% del PIB en 2014, por debajo de la cifra de 2013 (2,1%). Este descenso, que tuvo su origen en la leve recuperación de la tasa de inversión de la economía, después de varios años de retrocesos, se mostró en sintonía con el actual contexto de recuperación de la actividad. De hecho, como se puede observar en el gráfico 1.15, todos los sectores de la economía mostraron aumentos en su capacidad de financiación (o caídas en su necesidad de financiación), a excepción de las sociedades no financieras y de los hogares. La capacidad de financiación de las sociedades no financieras se redujo desde el 3,6% del PIB en 2013 hasta el 1,2% del PIB en 2014 y la de los hogares lo hizo en menor medida, al pasar del 3,3% del PIB en 2013 al 3,0% en 2014. Por el contrario, la necesidad de financiación de las AAPP se redujo desde el 6,8% hasta el 5,8% del PIB, como consecuencia del proceso de consolidación de las cuentas del sector público.

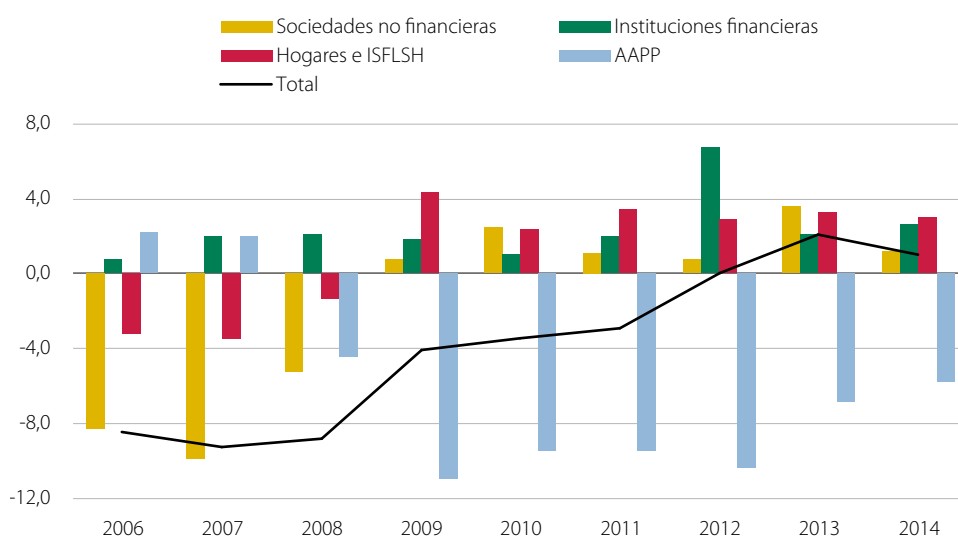
---

8 Estas cifras no incluyen el importe de las ayudas financieras a las entidades de crédito, que ascendió al 0,11% del PIB en 2014 (0,47% en 2013).

## Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación de la economía española (% s/ PIB)

GRÁFICO 1.15

Marco económico y financiero  
Entorno económico y financiero



Fuente: Banco de España.

### Ligera caída de la tasa de ahorro de los hogares hasta mínimos históricos

Los indicadores de posición patrimonial de los hogares revelan que su tasa de ahorro siguió descendiendo en 2014, hasta situarse en niveles del 9,7% de su renta bruta disponible (RBD), por debajo del 10,4% de finales de 2013. Dada la práctica estabilidad de la renta disponible, esta caída de la tasa de ahorro tiene como contrapartida un incremento en el consumo de los hogares, que debe entenderse en el actual contexto de recuperación de la economía y del empleo. Las ratios de endeudamiento y de carga financiera de los hogares continuaron su retroceso hasta niveles algo superiores al 110% y al 12% de su RBD, respectivamente, mientras que su riqueza financiera neta siguió creciendo debido tanto al aumento en el valor de sus activos como al ligero descenso de sus pasivos. Dentro de las inversiones financieras realizadas por los hogares, que ascendieron al 1,7% del PIB en 2014<sup>9</sup>, cabe destacar el protagonismo de los fondos de inversión (2,6% del PIB) y, en menor medida, de otros activos de menor riesgo relativo. Por el contrario, se observaron desinversiones en depósitos e instrumentos de deuda a largo plazo.

### Niveles mínimos históricos en los tipos de interés de la deuda

La evolución de los mercados nacionales de renta fija a lo largo de 2014 se caracterizó por nuevos descensos en las rentabilidades de la deuda y en las primas de riesgo de los emisores, tanto del sector público como del privado (véase gráfico 1.16). En términos generales, los mercados de deuda continuaron normalizándose durante el ejercicio gracias a la abundancia de liquidez y al mayor atractivo de los activos españoles, en un contexto macroeconómico claramente más favorable (véase la estabilización de la proporción de deuda del Estado en manos del sector no residente en el gráfico 1.17). Sin embargo, en los últimos meses del año se ha observado un aumento de la volatilidad debido, entre otros factores, a las dudas sobre el crecimiento de

9 Datos acumulados de cuatro trimestres, hasta el tercero de 2014.

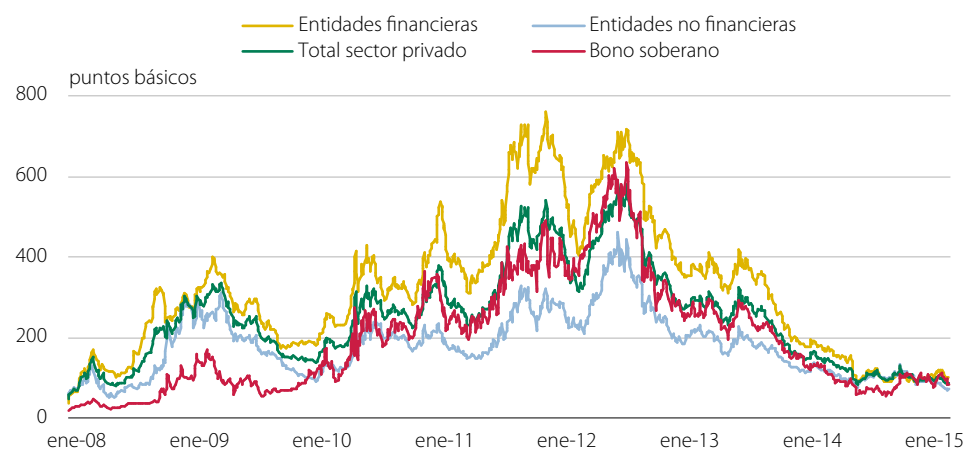
varias economías, la incertidumbre en torno a la introducción de un programa de compras de activos por parte del BCE<sup>10</sup>, las turbulencias en los mercados financieros de Rusia, el fuerte descenso del precio del crudo y la inestabilidad política en Grecia.

En este contexto, los tipos de interés de la deuda pública a corto y a largo plazo finalizaron el año en niveles mínimos históricos. En el caso de las referencias a corto plazo –con escaso margen de maniobra a la baja–, los descensos oscilaron entre los 51 p.b. y los 64 p.b. Las rentabilidades de las referencias a largo plazo cayeron aún más, lo que dio lugar a un aplanamiento notable en la curva de tipos. Así, la rentabilidad del bono de deuda pública a diez años, que ya había disminuido con intensidad en 2013, volvió a descender en 2014, situándose en el 1,6% a finales de diciembre; esto es, 2,53 puntos porcentuales menos que en 2013. También se redujo la prima de riesgo del bono soberano, situándose en niveles similares a los existentes antes de la crisis de la deuda soberana: el diferencial de tipos de interés respecto al bono alemán cayó hasta los 107 p.b. (220 p.b. en 2013) y la prima de riesgo del CDS acabó en 95,6 p.b. (153 p.b. en 2013).

En los primeros meses de 2015, los mercados españoles de renta fija mantuvieron la tónica observada en 2014 y apenas se vieron perturbados por la incertidumbre generada respecto a Grecia. Los tipos de interés marcaron nuevos mínimos históricos y las primas de riesgo tendieron a estabilizarse.

#### Prima de riesgo de los emisores españoles<sup>1</sup>

GRÁFICO 1.16

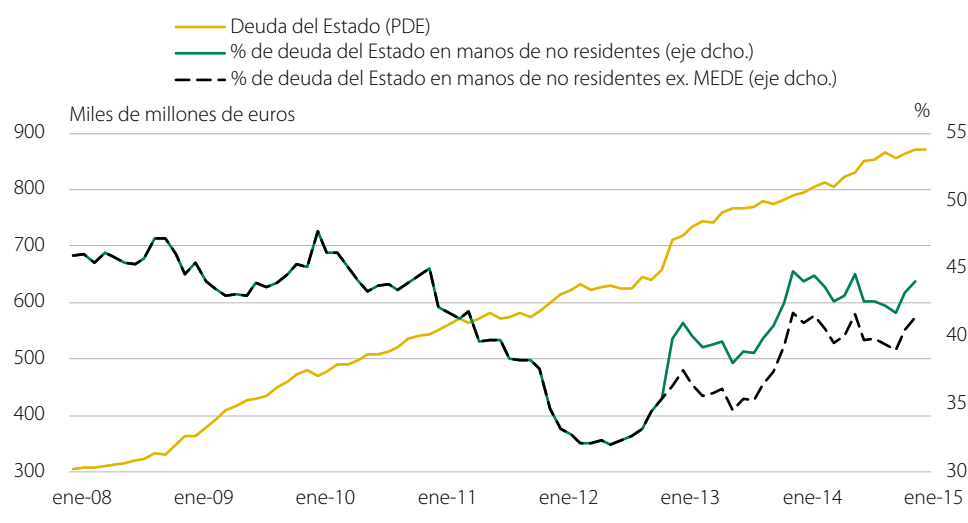


Fuente: Thomson Datastream. (1) Mercado de derivados de crédito. Vencimiento a cinco años. Media simple, salvo para el CDS del bono del Estado.

Las emisiones de deuda registradas en la CNMV descendieron un 6,2% en 2014, hasta los 130.300 millones de euros. La mejora de las condiciones de financiación no se tradujo en un aumento de las emisiones, debido a las menores necesidades de financiación de los principales emisores y las entidades financieras, así como a la existencia de otros mercados y mecanismos de financiación. De hecho, el volumen de deuda emitido por las sociedades españolas en el exterior se incrementó un 18,6%, hasta los 56.700 millones de euros. En cuanto a la composición de las emisiones registradas en la CNMV, cabe señalar una cierta heterogeneidad entre los dife-

rentes instrumentos, con caídas en los segmentos de pagarés y de cédulas territoriales y subidas en las emisiones de bonos simples<sup>11</sup> y de titulización.

**Deuda del Estado y porcentaje de deuda en manos de no residentes** GRÁFICO 1.17



Fuente: Banco de España.

Por otra parte, en 2014 cabe señalar la consolidación del Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), en el que se realizaron colocaciones por un importe nominal de 489 millones de euros. Once de ellas correspondieron a bonos y obligaciones y fueron efectuadas por siete entidades emisoras distintas (278 millones de euros). En el segmento de pagarés de empresa se produjeron 24 colocaciones, realizadas por cinco emisores distintos (211 millones).

**Un indicador de estrés de los mercados financieros españoles** RECUADRO 1.1

Tras el inicio de la crisis económica y financiera en 2008, las autoridades y los supervisores financieros pusieron de manifiesto la necesidad de profundizar en el análisis relacionado con la identificación, la gestión y la mitigación del riesgo sistémico. El interés en la materia originó cambios tanto en la definición de riesgo sistémico proporcionada por varias instituciones de referencia<sup>1</sup> como en la variedad y la tipología de estudios sobre el tema, que anteriormente se centraban mayoritariamente en el sector bancario. En este sentido, cabe destacar el surgimiento de una línea de trabajos en los que, junto con otros contenidos, se construyen indicadores de estrés y de fragilidad financiera, se evalúan pérdidas máximas bajo determinadas condiciones, se estiman efectos de contagio o se contrasta si se producen cambios de régimen (cambios no coyunturales).

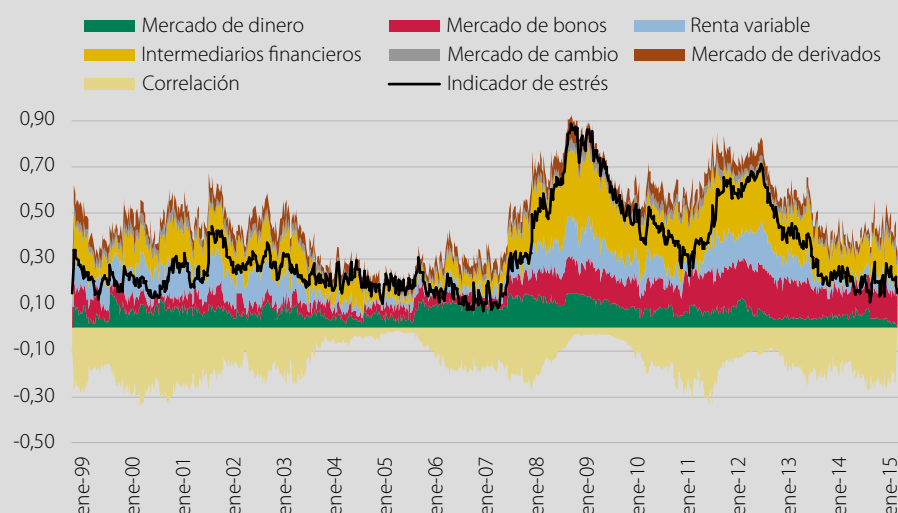
Este recuadro presenta las principales características de un indicador de estrés de los mercados financieros españoles desarrollado por la CNMV<sup>2</sup>, similar al contemplado por el BCE para la zona del euro<sup>3</sup>. El indicador que se

11 El 72,4% de las emisiones de bonos simples fue efectuado por la SAREB (Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria).

describe a continuación es una medida coincidente del riesgo sistémico que trata de resumir el nivel de estrés del sistema financiero español en un número (véase gráfico R1.1.1). Este tipo de indicadores, que pueden actualizarse en tiempo real, permiten la identificación de periodos de estrés pasados y también se pueden emplear como señal de alerta temprana (aunque no pueden ser considerados en sí mismos como predictores del riesgo).

Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

GRÁFICO R1.1.1



Fuente: CNMV.

Una de las mayores fortalezas del índice construido por la CNMV reside en la amplia cobertura del sistema financiero español. En particular está formado a partir de la información de 18 variables que pertenecen a seis segmentos de los mercados financieros<sup>4</sup>: mercado monetario, renta variable, renta fija, intermediarios financieros, mercado de derivados y mercado de cambios. El estrés en los mercados financieros suele venir acompañado de aumentos en la incertidumbre de los agentes, de asimetrías de información y de incrementos de la aversión al riesgo. Las variables utilizadas: volatilidades, primas de riesgo, indicadores de liquidez y de pérdidas abruptas de valor, son buenas representantes de las características del estrés en los mercados (véase cuadro R1.1).

Los elementos más relevantes de la metodología de este indicador son dos: la aplicación de funciones de distribución acumuladas (FDA, o CDF por sus siglas en inglés) para transformar las variables originales y la agregación de subíndices teniendo en cuenta la correlación entre ellos. Las FDA nos permiten obtener variables estandarizadas que oscilan en el rango (0,1], en las que valores próximos a 1 se pueden relacionar con niveles altos de estrés. La agregación de subíndices (obtenidos a través de medias simples de las tres variables estandarizadas) en un único indicador teniendo en cuenta la correlación entre ellos se realiza con el fin de poner mayor énfasis en las situaciones en las que el estrés es predominante en varios segmentos del sistema financiero al mismo tiempo.



## Variables que componen el indicador de estrés

CUADRO R1.1

Mercado monetario	Renta fija	Renta variable
– Volatilidad del Euribor a tres meses	– Volatilidad del Bono de Deuda Pública Española a diez años	– Volatilidad del índice de precios de empresas no financieras
– <i>Spread</i> de tipos de interés entre Euribor y Letras del Tesoro a tres meses	– <i>Spread</i> de tipos entre el Bono de Deuda Pública español y alemán a diez años	– CMAX <sup>1</sup> del índice de empresas no financieras
– <i>Spread</i> entre operaciones depo y repo del mercado interbancario a tres meses	– Liquidez del Bono de Deuda Pública español a diez años	– Liquidez del Ibex 35
Intermediarios financieros	Mercado de cambios	Mercado de derivados <sup>2</sup>
– Volatilidad de la rentabilidad idiosincrática del índice de renta variable del sector	– Volatilidad del tipo de cambio dólar/euro	– Volatilidad de las opciones sobre el Ibex 35
– <i>Spread</i> de tipos entre los bonos de soc. financieras de <i>rating</i> A y deuda pública a L/P	– Volatilidad del tipo de cambio yen/euro	– Volatilidad de los futuros sobre el Ibex 35 (posición abierta)
– CMAX1 del sector financiero combinado con la inversa de la ratio <i>price-to-book</i>	– Volatilidad del tipo de cambio libra/euro	– Volatilidad del precio del petróleo

Fuente: CNMV. (1)  $CMAX_t = 1 - x_t / \max[x_t, 0]$  ( $j=0, 1, \dots, T$ ), donde  $T=104$  para datos semanales. (2) También incluye un indicador de precios de materias primas.

Así pues, el indicador agregado no se obtiene como una simple suma ponderada de los indicadores parciales. Solo se aproximará a esa suma cuando la correlación entre los segmentos sea elevada (próxima a 1). En general, el indicador agregado será menor que la suma de los componentes, debido al valor de las correlaciones, que suele ser reducido en tiempos de ausencia de turbulencias y tiende a incrementarse cuando el estrés es elevado. Como se observa en el gráfico R1.1, la mayor aproximación entre el indicador de estrés y la suma de sus componentes se produjo en octubre de 2008, con la quiebra de Lehman Brothers, cuando la evolución de los seis segmentos de los mercados estuvo muy correlacionada. En otros episodios de estrés, la correlación entre los mercados no fue tan intensa.

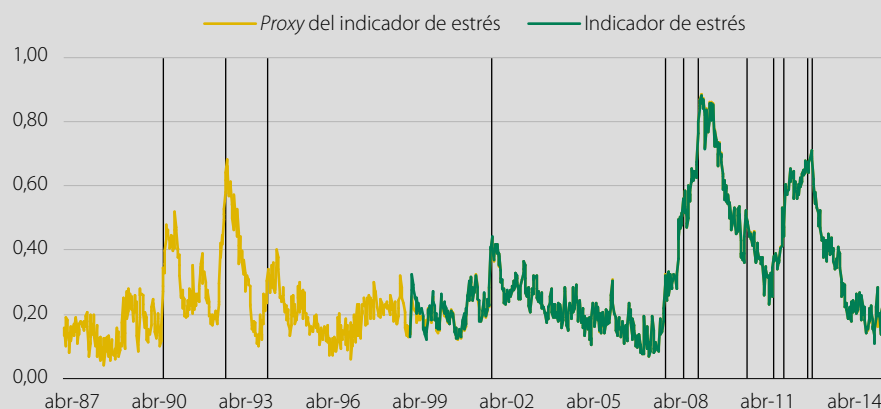
El indicador de estrés se ha calculado desde enero de 1999. Sin embargo, para evaluar su utilidad se ha construido una aproximación del mismo hacia atrás a fin de contar con una serie histórica lo más larga posible. Así, con la información financiera disponible se ha podido reconstruir el indicador desde abril de 1987. Con el fin de determinar si el indicador presenta errores estadísticos de tipo II (falsos positivos) se ha analizado si sus máximos locales (en determinados periodos) pueden asociarse a algún periodo de estrés financiero conocido. Como se desprende del gráfico R1.1.2, el primer máximo que se observa, en el verano de 1990, coincide con la invasión de Kuwait por parte de Iraq. A continuación destaca el episodio de estrés de finales de 1992, asociado a la crisis del Mecanismo Europeo de Cambios, que finalizó con la libra esterlina y la lira italiana fuera del sistema. En 1994, un giro inesperado en la política monetaria de EEUU dio lugar a fuertes turbulencias en los mercados de bonos y de acciones. El siguiente episodio

de estrés elevado tuvo lugar en septiembre de 2001, con los atentados del 11-S en Nueva York.

Los dos episodios de estrés más intensos en los mercados financieros españoles se han producido en la historia más reciente del indicador. El primero tuvo lugar en septiembre de 2008, con la quiebra de Lehman Brothers, cuando el indicador de estrés alcanzó el máximo de la serie histórica (0,88). Es importante resaltar que el indicador ya había comenzado a repuntar con intensidad en el verano de 2007, cuando se empezaban a conocer algunas informaciones relacionadas con la crisis *subprime*. El segundo episodio de estrés –más prolongado en el tiempo, debido a los diversos rebotes de inestabilidad– se enmarca en la crisis de deuda soberana en Europa, que tuvo un impacto muy alto en los mercados españoles. En el verano de 2012, el indicador de estrés alcanzó su segundo máximo histórico, coincidiendo con la petición de asistencia financiera a la banca española y con el segundo periodo de prohibición de las ventas en corto adoptado por la CNMV.

### Indicador y principales episodios de estrés en los mercados españoles

GRÁFICO R1.1.2



Fuente: CNMV.

La evaluación del indicador se puede completar con los resultados de algunos modelos econométricos que permiten identificar determinados regímenes de estrés, mediante la utilización, por ejemplo, de modelos autorregresivos de cambio de régimen de Markov. Los resultados de estas estimaciones sugieren que, para valores del indicador inferiores a 0,27, el nivel de estrés en el mercado es bajo; entre 0,27 y 0,49 es intermedio; y por encima de 0,49, elevado (a finales del primer trimestre de 2015 el nivel del indicador se hallaba en torno a 0,18). También puede evaluarse el impacto sobre variables de la economía real de un aumento repentino del indicador, utilizando, por ejemplo, modelos vectoriales autorregresivos bivariantes con umbrales. De acuerdo con estos modelos, un impacto de este tipo en momentos en los que el indicador de estrés ya se halla en niveles elevados puede dar lugar a caídas en la producción industrial del 1,5%. Además, dicha producción tardaría casi un año en recuperarse.

1 En 2009, el FMI, el FSB y el BIS definieron el riesgo sistémico como el riesgo de que se produzca una perturbación en los servicios financieros, causada por un deterioro del sistema financiero en

su conjunto o de alguna de sus partes, que pueda afectar negativamente a la economía real. En 2010, IOSCO amplió la definición de riesgo sistémico y añadió dos recomendaciones relacionadas con este riesgo a sus principios de regulación y supervisión de valores.

- 2 Para mayor detalle véase Cambón, M. I. y Estévez, L. (2015). *A Spanish Financial Market Stress Index (FMSI)*. Documento de Trabajo de la CNMV n.º 60. Disponible en [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia\\_60\\_en.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia_60_en.pdf)
- 3 Véase Holló, D., Kremer, M. y Lo Duca, M. (2012). *CISS-a composite indicator of systemic stress in the financial system*. European Central Bank, Macropprudential Research Network, Working Paper Series, marzo, n.º 1426.
- 4 El Banco de España presenta un indicador similar desde mayo de 2013 en el *Informe de estabilidad financiera*. Aunque metodológicamente son indicadores similares, hay diferencias notables en cuanto al número de segmentos de los mercados representados (cuatro en el indicador del Banco de España frente a seis en el de la CNMV) y a la elección de algunas variables de estrés.

### Resultados satisfactorios para la banca española en el análisis del BCE previo al mecanismo único de supervisión en un marco de desarrollo del negocio más favorable

En cuanto a la evolución del sector bancario, cabe señalar varios acontecimientos relevantes durante el ejercicio pasado. En primer lugar, en 2014 comenzó la aplicación de los estándares de solvencia conocidos como Basilea III. En segundo lugar, en enero finalizó con éxito el programa de asistencia financiera suscrito entre las autoridades españolas y europeas. Finalmente, la banca española obtuvo unos resultados satisfactorios en el análisis sobre el sector bancario que realizó el BCE entre noviembre de 2013 y octubre de 2014, como paso previo al inicio del mecanismo único de supervisión (MUS). Este análisis, realizado para evaluar la salud del sector bancario europeo, se basó en dos ejercicios: un ejercicio de revisión de la calidad de los activos bancarios (*asset quality review*, AQR) y una prueba de resistencia (test de estrés). El número de bancos españoles que han pasado a ser supervisados directamente por el BCE de acuerdo con el nuevo MUS es de 15<sup>12</sup>. En este contexto, el negocio del sector bancario se desarrolló en una dinámica macroeconómica más favorable, que permitió reducir levemente la tasa de morosidad e incrementar los beneficios del sector. El saldo de crédito continuó retrocediendo, pero menos que en ejercicios anteriores, observándose una cierta mejora de las condiciones de acceso a la financiación bancaria.

Así, la tasa de morosidad de los bancos descendió progresivamente desde los máximos históricos del 13,6%, en diciembre de 2013, hasta niveles del 12,5%, en diciembre de 2014 (y también en enero de 2015). La cuenta de resultados arrojó un beneficio acumulado hasta finales de 2014 de 11.962 millones de euros, un 36,1% más que 2013. Este incremento de los beneficios se produjo gracias al fuerte descenso de las pérdidas por el deterioro de los activos financieros (de un 34%, hasta los 14.396 millones de euros) y del resto de los activos (de un 63%, hasta los 1.527 millones). El margen bruto de las entidades se situó en 55.194 millones de euros, un nivel muy parecido al de 2013 (55.544 millones); destaca en esta partida un ligero incremento del margen de intereses y una disminución de los rendimientos de los instrumentos de capital.

---

12 Representan el 14,5% de los activos totales de los bancos supervisados directamente por el BCE y el 90% de los de la banca española.

Durante los últimos meses se observa un crecimiento del crédito nuevo concedido por los bancos a pymes y a hogares. Sin embargo, el saldo de financiación bancaria del sector privado no financiero residente (empresas y hogares) siguió descendiendo en 2014 debido a las amortizaciones, aunque a un ritmo menor que en años anteriores. En diciembre, esta financiación caía un 4,1% en términos anuales (5,9% en 2013), debido a la contracción del saldo vivo del crédito. El retroceso de la financiación a las sociedades no financieras fue del 4,4% (6,6% en 2013) y el de la financiación a los hogares, del 3,7% (5,1% en el ejercicio anterior). En el caso de las sociedades, la contracción del crédito fue algo mayor (7,2%), pero el incremento de recursos por otras vías (como los valores de renta fija, un 1,6%) hizo que el descenso total de su financiación fuera menos intenso. En febrero de 2015, la caída de la financiación a las sociedades se situó en el 3,0% y a los hogares, en el 3,4%. En la zona del euro, el crédito a las sociedades no financieras caía un 1,4% interanual en diciembre (1,2% en enero), mientras que el crédito a hogares retrocedía en menor medida (un 0,3%; 0,2% en enero).

Las condiciones de financiación de las entidades de crédito españolas mejoraron sensiblemente durante el ejercicio, pero el sector continuó tendiendo al adelgazamiento<sup>13</sup>, con descensos en las principales vías de financiación ajena. Así, se observaron caídas del saldo de depósitos del sector privado (desde 1,31 billones de euros hasta 1,29 billones), del saldo vivo de deuda (desde 297.000 millones hasta 249.000 millones) y también de la financiación obtenida del Eurosistema, que a finales de 2014 se situaba en 141.000 millones de euros (202.000 millones a finales de 2013). Estas tendencias se mantuvieron en enero de 2015.

### Fuerte incremento de los beneficios de las sociedades cotizadas no financieras

El resultado agregado de las sociedades cotizadas no financieras ascendió a 17.507 millones de euros a finales de 2014, un 64,8% más que en el ejercicio anterior. Por sectores, es importante mencionar el crecimiento del beneficio de las empresas de la construcción e inmobiliarias, que, después de varios años con pérdidas sustanciales, en el pasado ejercicio obtuvieron un resultado positivo, concretamente de 755 millones de euros. También contribuyó positivamente el sector energético, cuyos beneficios pasaron de 8.311 millones de euros en 2013 a 10.763 millones en 2014 (un 29,5% más) y, en menor medida, el de las empresas industriales, con un resultado que aumentó desde los 412 millones hasta los 1.550 millones de euros. Tan solo en el sector del comercio y los servicios los beneficios fueron inferiores a los registrados en 2013, con una disminución del 24%, hasta los 4.393 millones de euros (véase cuadro 1.3).

El endeudamiento agregado de las sociedades cotizadas no financieras se situó en 255.000 millones de euros a finales de 2014, lo que supone un descenso del 7% respecto a la misma cifra del año anterior y un 22% con relación a los valores máximos alcanzados en 2010. Por sectores, el mayor descenso se produjo en el sector de la energía, con una reducción del 14,2%, hasta los 70.488 millones de euros; en el del comercio y los servicios, con 5.693 millones menos; y en el de la construcción y las empresas inmobiliarias, con 2.173 millones menos. El sector industrial fue el único en el que aumentó el endeudamiento, pero lo hizo de forma moderada, con un incremento del 1,6%, hasta los 16.881 millones de euros. Así, parece que el apalancamiento de las sociedades cotizadas se va reduciendo progresivamente, aunque a un ritmo

---

13 Desde mediados de año el tamaño del balance agregado del sector se reducía por debajo de los tres billones de euros, algo que no ocurría desde abril de 2008.

moderado, siendo el sector de las empresas constructoras e inmobiliarias el que mantiene una ratio de apalancamiento más elevada.

### Evolución de los resultados por sectores<sup>1</sup>: empresas cotizadas no financieras

CUADRO 1.3

Millones de euros	EBITDA <sup>2</sup>		EBIT <sup>3</sup>		Resultado ejercicio	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014
Energía	17.407	18.731	9.327	10.277	8.311	10.763
Industria	3.429	4.630	2.015	3.117	412	1.550
Comercio y servicios	28.868	26.393	15.023	13.399	5.780	4.393
Construcción e inmobiliario	3.210	4.898	354	2.586	-3.950	755
Ajustes	-58	-117	24	-40	72	47
<b>Total Agregado</b>	<b>52.855</b>	<b>54.535</b>	<b>26.742</b>	<b>29.338</b>	<b>10.626</b>	<b>17.507</b>

Fuente: CNMV. (1) Resultados acumulados en el año. (2) Resultado bruto de explotación. (3) Resultados antes de intereses e impuestos.

### Ligera revalorización de la bolsa española a pesar de la inestabilidad de final de año

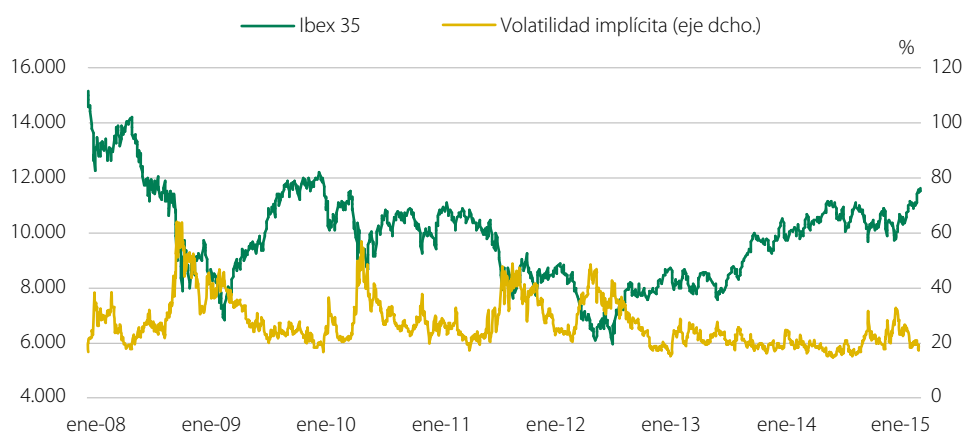
Los mercados de renta variable mostraron un comportamiento dispar en los dos semestres de 2014. Así, durante la primera mitad del año, el exceso de liquidez en los mercados, la mejora en las perspectivas económicas y el aumento de la apetencia por el riesgo de los inversores originaron fuertes revalorizaciones de las acciones y aumentos de los volúmenes de contratación. En cambio, durante la segunda mitad se produjeron notables retrocesos en las cotizaciones, debido al incremento de la incertidumbre de los agentes, pero se mantuvo el dinamismo de la contratación. Las condiciones de liquidez fueron holgadas y los niveles de volatilidad solo repuntaron temporalmente en octubre y en diciembre, hasta valores cercanos al 30% (véase gráfico 1.18).

El Ibex 35, principal índice de referencia de la renta variable española, se revalorizó un 10,2% hasta mediados de año y perdió un 5,9% en los meses posteriores, lo que redujo la ganancia acumulada en 2014 hasta el 3,7%. Con todo, esta revalorización fue superior a la de la mayoría de los índices europeos (véase cuadro 1.1) y a la de otros índices de renta variable nacional (véase cuadro 1.4). De hecho, algunos índices españoles de renta variable acabaron el ejercicio con pérdidas. Este fue el caso del índice representativo de las sociedades de menor capitalización (Ibex Small Cap), que retrocedió un 11,6%, y del de las sociedades de capitalización mediana (Ibex Medium Cap), que cayó un 1,8%. Por otra parte, la rentabilidad de los índices compuestos por valores latinoamericanos negociados en Latibex anotaron en el año descensos del 16,1% (FTSE Latibex All-Share) y del 11,1% (FTSE Latibex Top).

El análisis del comportamiento de la cotización por sectores pone de manifiesto una gran heterogeneidad. Algunos sectores de carácter más cíclico mostraron revalorizaciones significativas en 2014, como fue el caso del sector inmobiliario (46,3%), el de *utilities* (27,3%) y el de materiales básicos (17,8%), mientras que otros sectores perdieron una parte notable de su valor: el sector químico cayó un 17,1%, el del petróleo y gas un 9,8% y el sector de los seguros un 9,2%.

## Evolución del Ibex 35 y de su volatilidad implícita

GRÁFICO 1.18



Fuente: Thomson Datastream.

## Rentabilidad de los índices y sectores del mercado bursátil español (%)

CUADRO 1.4

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Índices</b>					
Ibex 35	-17,4	-13,1	-4,7	21,4	3,7
Madrid	-19,2	-14,6	-3,8	22,7	3,0
Ibex Medium Cap	-5,6	-20,7	13,8	52,0	-1,8
Ibex Small Cap	-18,3	-25,1	-24,4	44,3	-11,6
FTSE Latibex All-Share	9,0	-23,3	-10,7	-20,0	-16,1
FTSE Latibex Top	9,7	-17,1	-2,6	-12,4	-11,1
<b>Sectores<sup>1</sup></b>					
Petróleo y gas	0,3	23,2	-31,2	29,9	-9,8
Químicas	-60,0	-15,7	-62,7	-34,6	-17,1
Materiales básicos	-5,6	-22,5	-5,6	25,4	17,8
Construcción y materiales de construcción	-14,4	-13,0	-5,4	28,3	9,9
Bienes industriales y servicios	-1,9	-7,6	17,8	39,7	-1,4
Salud	-22,2	-0,8	83,0	41,1	1,1
Utilities	-14,3	-13,8	1,7	28,4	27,3
Bancos	-32,3	-18,3	-4,4	23,1	8,1
Seguros	-26,8	13,8	-2,8	44,7	-9,2
Inmobiliaria	-53,2	-42,4	15,7	4,9	46,3
Servicios financieros	12,8	3,5	3,4	31,5	5,3
Telecomunicaciones y medios de comunicación	-13,4	-22,7	-20,1	23,5	3,8
Consumo discrecional	20,6	1,4	56,8	18,9	-0,1
Consumo básico	15,8	-12,1	13,3	19,7	-7,8

Fuente: Thomson Datastream. (1) Clasificación de Thomson Datastream.

En 2015, las cotizaciones volvieron a repuntar con fuerza<sup>14</sup>. El comportamiento alcista de los precios mostró en momentos puntuales una mayor volatilidad pero, en general, reflejó la mejora de las perspectivas sobre la economía española y, también, anticipó algunos de los efectos del nuevo programa de compra de activos del BCE.

## El mercado bursátil español desde el enfoque de la teoría de redes

RECUADRO 1.2

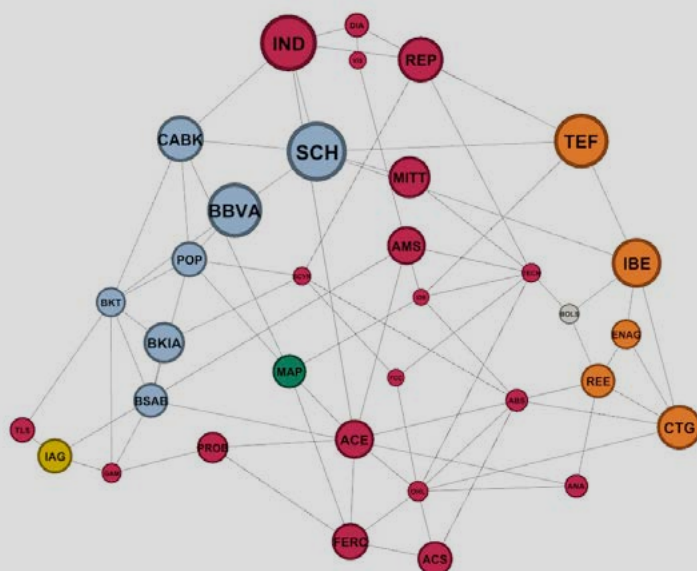
El índice bursátil de referencia para el mercado español, el Ibx 35, agrega en un solo indicador la evolución del precio de las 35 compañías de mayor liquidez que cotizan en las bolsas españolas. Dicho índice permite reducir la dimensión del número de variables a considerar y proporciona una idea parsimoniosa de la evolución del mercado, lo que explica su popularidad entre los analistas e inversores. Sin embargo, el coste de tratar con un índice en lugar de analizar sus componentes supone obviar la rica información implícita en sus interacciones.

Recientemente, la teoría de redes se ha posicionado como una metodología apropiada para estudiar el patrón de conectividad entre los elementos de un sistema y cómo este se ve afectado en su rendimiento (*performance*) global como consecuencia de tales interacciones<sup>1</sup>. El gráfico R1.2.1 presenta una aplicación de la teoría de redes para el caso del mercado bursátil español<sup>2</sup>. En esta estructura, cada nodo representa un valor componente del Ibx 35, mientras que las respectivas interconexiones (*links*) se corresponden con las correlaciones parciales estadísticamente significativas entre los rendimientos diarios de dichos activos<sup>3</sup>. La capitalización bursátil de cada firma se asocia con el tamaño de su respectivo nodo, mientras que el color se corresponde con el sector económico al que pertenece.

Marco económico  
y financiero  
Entorno económico  
y financiero

### El Ibx 35 como una red de valores

GRÁFICO R1.2.1



Fuente: CNMV y Thomson Datastream. La correspondencia entre colores y sectores industriales es: industria (rojo), *utilities* (naranja), transporte (amarillo), bancos (azul), aseguradoras (verde), otros sectores financieros (gris). Octubre 2013-octubre 2014.

Del gráfico R1.2.1 se deduce que, en la red bursátil española, las empresas pertenecientes al mismo sector económico tienden a agruparse en comunidades de nodos estrechamente interconectados, de modo que la red en su conjunto puede caracterizarse como una estructura de agrupaciones (*clusters*).

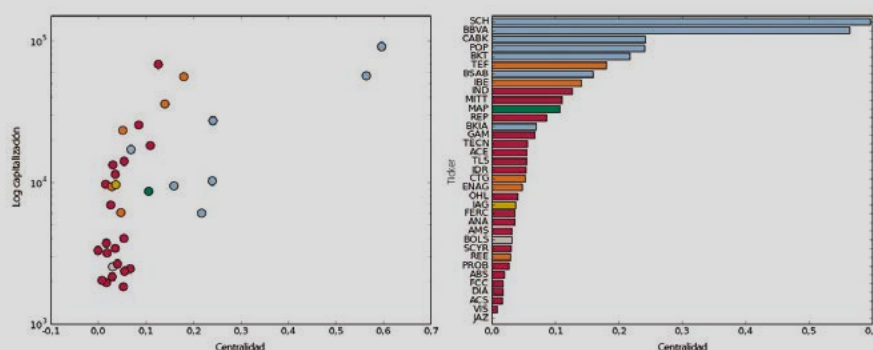


Esta observación es congruente con los hallazgos encontrados en otros mercados bursátiles y está íntimamente vinculada con el hecho de que compañías de la misma rama industrial tienden a estar expuestas a los mismos factores de riesgo. Entre los resultados reportados, cabe mencionar la persistencia de la conectividad mostrada por el sector bancario aun en escenarios fuertemente exigentes en términos de significatividad estadística, lo que permite situar dicho sector en el núcleo del mercado bursátil español.

Como en una red social, en la que una persona se torna influyente en función del lugar que ocupa en dicha estructura, los componentes del Ibex 35 también tienen mayor o menor influencia en la red bursátil española en función de su centralidad. Existen diversas formas de medir la centralidad de un nodo en una red; en lo que sigue, esta será cuantificada mediante la denominada centralidad en valor propio (*eigenvector centrality*)<sup>4</sup>. El panel izquierdo del gráfico R1.2.2 muestra la relación entre el índice de influencia/centralidad y el nivel de capitalización de cada firma del Ibex 35. La clara asociación positiva que se observa entre estas dos variables evidencia una tendencia donde los movimientos del mercado son liderados por las compañías de mayor capitalización. Sin embargo, una mirada más cercana a este índice de influencia muestra algunos aspectos menos evidentes. El panel derecho del mismo gráfico presenta de manera ordenada cada uno de los componentes del Ibex 35 junto con su nivel de centralidad. Es importante resaltar dos resultados sobresalientes: i) la elevada centralidad de las empresas financieras, a pesar de que algunas de ellas presentan niveles de capitalización muy inferiores a los de las empresas industriales; y ii) los niveles desproporcionadamente altos de centralidad, en relación con el resto de componentes, de Banco Santander y BBVA, lo que en cierta medida convalida la intuición que comúnmente prevalece entre los agentes participantes del mercado.

Centralidad y capitalización de los componentes del Ibex 35

GRÁFICO R1.2.2



Fuente: CNMV y Thomson Datastream. Octubre 2013-octubre 2014.

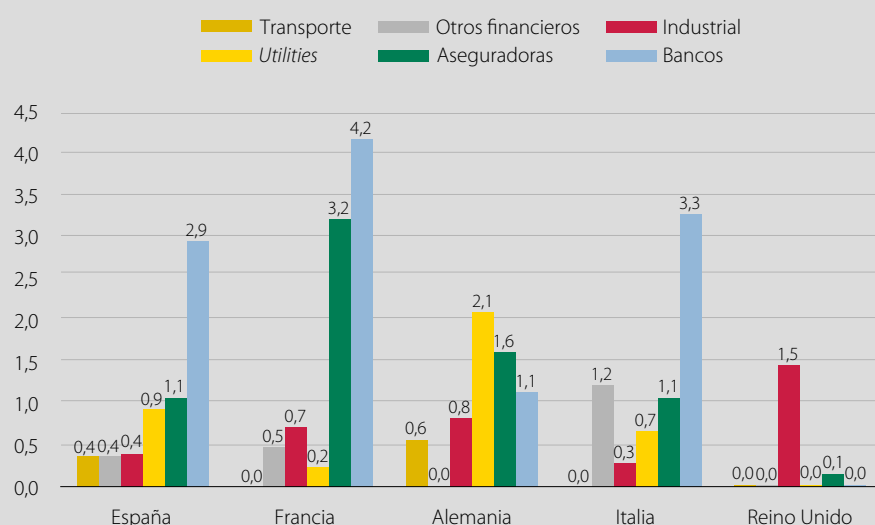
El enfoque basado en las redes resulta especialmente útil a la hora de comparar distintos mercados bursátiles. Mientras que las comparaciones más frecuentes se basan en indicadores de tamaño (número de sociedades cotizadas, capitalización, contratación, etc.), la teoría de redes permite resaltar diferencias en su organización estructural. Estas pueden ser sustanciales, como se aprecia en el gráfico R1.2.3, en el que la centralidad media de cada sector económico se representa aplicando la misma metodología comentada previamente a los índices de referencia de Francia, Alemania, Italia y el Reino Unido<sup>5</sup>.



Los casos de España, Francia e Italia se corresponden con estructuras lideradas por el sector bancario. En Alemania se observa claramente otro patrón, ya que es el sector de *utilities* el que asume una posición de mayor centralidad en la red. Sin lugar a dudas, el mercado británico es el que muestra una mayor peculiaridad, ya que gran parte de la centralidad se concentra en el sector industrial, mientras que los valores del sector financiero apenas tienen influencia en la red. Una posible explicación para este último fenómeno es el reducido número de correlaciones parciales significativas que se han encontrado para el mercado británico (solo el 3% de todas las posibles)<sup>6</sup>.

### Centralidad por sectores y países

GRÁFICO R1.2.3



Fuente: CNMV y Thomson Datastream. Octubre 2013-octubre 2014.

En conclusión, si bien un índice bursátil es una herramienta fundamental a la hora de resumir la evolución agregada de un mercado, tal agregación tiende a oscurecer el rol que desempeña el patrón de vinculaciones entre sus componentes. La teoría de redes se presenta como una metodología apropiada para revelar este patrón de interacciones. A pesar de su reciente implementación en los mercados financieros, dicho enfoque podría constituir una alternativa valiosa a la hora de arrojar luz en temas tan importantes como la evaluación del riesgo sistémico.

1 Se pueden encontrar diversas aplicaciones de la teoría de redes en campos tan diversos como la Sociología, la Epidemiología, la Biología y la Ingeniería en Newman, M.E.J. (2003). «The structure and function of complex networks», en *SIAM Review* 45, pp. 167-256.

2 Véase Peralta, G. (2015). *Network-based Measures as Leading Indicators of Market Instability: The case of the Spanish Stock Market*. Documento de trabajo de la CNMV n.º 59. Disponible en [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia\\_59en.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia_59en.pdf).

3 La correlación parcial entre las variables A y B mide el grado de asociación lineal entre ellas después de eliminar el efecto del resto de las variables consideradas en la muestra.

4 La centralidad de valor propio clasifica a un nodo en una red como altamente central, ya sea porque este mantiene una gran cantidad de vinculaciones con el resto de los nodos o porque mantiene pocas vinculaciones, pero con aquellos nodos que a su vez también son centrales.

5 CAC-40, DAX-30, FTSE-MIB y FTSE-100, respectivamente.

6 Esto no significa que los activos en este mercado no estén correlacionados, sino que el nivel de correlación parcial entre ellos quizá no sea suficientemente significativo.

La capitalización de las bolsas se situó a finales de 2014 en 609.380 millones de euros, lo que representa un incremento del 6,9% respecto al año anterior. A este aumento contribuyeron tanto el comportamiento de las cotizaciones como las numerosas ampliaciones de capital, aunque el importe de estas descendió un 28,8% en comparación con 2013. También se advierte un cierto relanzamiento de las ofertas públicas de venta.

El importe negociado en la bolsa española creció cerca de un 24,7% en 2014, hasta los 864.000 millones de euros. En promedio diario, la contratación se situó en 3.385 millones de euros, muy por encima de los registros de 2012 (2.701 millones) y 2013 (2.718 millones), pero por debajo de los valores observados al inicio de la crisis financiera. En el ámbito de la contratación de las acciones españolas, cabe señalar el notable desplazamiento de la negociación desde el mercado regulado doméstico hacia otras plataformas alternativas de negociación. Esta tendencia, que en otras plazas europeas comenzó años atrás, empezó a ser intensa en España desde el primer trimestre de 2013. Según los datos de Bloomberg, la contratación de valores españoles en estos mercados durante 2014 alcanzó el 15,2% de la negociación total (10,1% en 2013).

### 1.3 Perspectivas del entorno económico y financiero

Las previsiones de abril del FMI indicaban que el crecimiento del PIB mundial pasará del 3,4% en 2014 hasta el 3,5% en 2015 y el 3,8% en 2016. Estos pronósticos son muy parecidos a los últimos efectuados por esta institución, publicados en enero. Se prevé un avance para el conjunto de las economías emergentes del 4,3% en 2015 y del 4,7% en 2016, mientras que para las economías avanzadas espera un incremento del 2,4% anual en ambos ejercicios.

Entre los elementos que pueden modificar este escenario de crecimiento destaca, en primer lugar, el fuerte descenso del precio del petróleo, que favorecerá el crecimiento de las economías importadoras de esta materia prima. También es razonable esperar que la reciente expansión monetaria adoptada por el BCE tenga un impacto positivo en la actividad de la zona del euro. Sin embargo, persisten otros riesgos que pueden influir negativamente sobre la actividad. El primero de ellos está relacionado con la posibilidad de nuevos rebotes de inestabilidad en los mercados financieros relacionados con la incertidumbre política en Grecia y la resolución del segundo programa de asistencia, así como con otros conflictos geopolíticos. Otro riesgo relevante es el que se asocia a un posible adelanto del aumento de los tipos de interés en EEUU y al impacto alcista sobre las primas de riesgo que de ello se derivaría, perjudicial sobre todo para las economías emergentes con gran dependencia de la estabilidad de los flujos de capital. En Europa, persisten las dudas sobre la intensidad de la recuperación de la actividad, aunque estas pueden haberse atenuado tras las últimas decisiones del BCE.

La mejoría macro de la economía española, favorecida por las recientes reformas, ha tenido un impacto positivo en las previsiones acerca del crecimiento futuro del país: el FMI pronostica un crecimiento del 2,5% en 2015 y del 2% en 2016 (cinco y dos décimas más, respectivamente, que en la última previsión). Estas cifras están ligeramente por debajo de las previsiones de algunas instituciones y casas de análisis, sobre todo de cara a este ejercicio, para el que se manejan pronósticos incluso superiores al 2,5%. No obstante, persisten los riesgos relacionados con la necesidad de afianzar el proceso de consolidación fiscal y con el mantenimiento de una tasa de

desempleo todavía demasiado elevada a pesar de las notables mejoras recientes. El mayor dinamismo del consumo privado que se espera en 2015 junto con el hecho de que la mayor parte de la caída del IPC tiene origen en el componente energético (petróleo) haría poco probable que se materializase un riesgo de deflación. Además, la extensión del programa de compras del BCE a la deuda soberana contribuiría a reducir este riesgo para el conjunto de la zona del euro.

**Marco económico  
y financiero**  
Entorno económico  
y financiero



## II Mercados y emisores



### 2.1 Panorama general

La renta variable española se benefició durante el pasado año del clima de mayor estabilidad imperante en los mercados financieros y del descenso de la rentabilidad de los activos de renta fija asociado a la traslación del tono más expansivo de la política monetaria y a las perspectivas de crecimiento moderado tanto de la actividad como de los precios en la zona del euro. Sin embargo, pueden diferenciarse dos periodos distintos en el comportamiento de los precios: una primera mitad del año positiva, con avances notables en las cotizaciones, y una segunda irregular, en la que destaca el mes de diciembre, claramente negativo.

Así, por lo que respecta a la evolución del Ibex 35, mientras que el primer semestre se cerró con una subida del índice del 10%, en el segundo desapareció la mayor parte de la revalorización acumulada, que se situó en el 3,66% al cierre del ejercicio. Como se ha indicado, los momentos de peor comportamiento se produjeron en diciembre, debido a la situación política en Grecia. A partir del día 9, la inestabilidad se contagió al resto de mercados europeos y se sucedieron varias sesiones de elevada volatilidad con alternancia de importantes bajadas y subidas.

Con todo, cabe señalar que, como ya sucediera en 2013, el Ibex 35 experimentó una revalorización anual mayor que la de los principales mercados europeos. La volatilidad implícita del índice osciló en 2014 dentro de un rango de 17 puntos porcentuales (cuatro puntos más que en 2013, aunque muy por debajo del rango observado en 2011 y 2012), y cerró el año en un nivel del 23,46%; es decir, 4,7 puntos porcentuales más que al cierre de 2013. Aunque también se produjeron algunos rebotes de la volatilidad en el inicio de 2015, la evolución del índice durante el primer trimestre de este año ha sido francamente positiva, con revalorizaciones importantes que también se observan en otras plazas europeas, impulsadas por mejoras en las expectativas económicas y por la puesta en marcha de las nuevas medidas no convencionales de política monetaria del BCE.

La capitalización de las bolsas se situó a finales de 2014 en 609.380 millones de euros, lo que representa un incremento del 6,9% respecto al año anterior. Al aumento contribuyeron tanto el comportamiento de las cotizaciones como las ampliaciones de capital realizadas por numerosas sociedades para reforzar su estructura financiera o captar fondos con el fin de realizar operaciones corporativas. No obstante, el importe fue un 28,8% menor que en 2013, año en el que se realizaron ampliaciones de capital de gran volumen ligadas al proceso de reestructuración del sector bancario. También se advierte un cierto relanzamiento de las ofertas públicas de venta.

El ejercicio también contempló una mayor actividad negociadora. La contratación de los valores admitidos a negociación en los mercados oficiales españoles de renta

variable aumentó un 31%. Las bolsas españolas siguieron concentrando la mayor parte de la negociación, pero volvió a constatarse un avance del peso relativo de otros mercados regulados y sistemas multilaterales de negociación europeos, que pasaron del 10,1% al 15,2%.

Es destacable, asimismo, la participación de los inversores no residentes en el mercado español de renta variable durante el ejercicio. Estos inversores aglutinaron el 80% de la contratación, y su participación en la propiedad de las acciones se situó en torno al 41,5% en el primer semestre de 2014, frente al 40% de finales de 2013. En el ámbito nacional, también ha mejorado la participación de las familias españolas, que ha llegado al 27% del total, el porcentaje más alto desde 2003.

El cuadro 2.1 permite comparar el tamaño de los principales mercados internacionales de renta variable, utilizando como aproximación los ratios de capitalización y contratación sobre el PIB nominal. Durante el pasado año, las primeras se incrementaron en la mayoría de los países contemplados en el cuadro 2.1. Los ratios de contratación se mantuvieron relativamente estables, excepto en China, EEUU y España, países en los que se produjo un aumento. Como puede apreciarse, la capitalización del mercado español en términos de PIB se halla entre las más bajas, junto con la alemana. En cambio, la ratio de contratación se sitúa en un punto intermedio en comparación con los otros mercados europeos.

**Capitalización y contratación bursátil en mercados regulados en relación con el PIB nominal (%)**

CUADRO 2.1

	Capitalización <sup>1</sup>		Contratación	
	2013	2014	2013	2014
EEUU <sup>2</sup>	143,7	151,2	139,2	161,3
Canadá	119,9	123,5	75,6	79,6
China <sup>3</sup>	72,4	89,2	92,7	130,8
Japón <sup>4</sup>	98,8	107,4	132,3	118,9
Bolsa de Londres <sup>5</sup>	94,6	96,1	49,5	64,7
Euronext <sup>6</sup>	80,8	81,8	38,9	43,5
Alemania	51,8	50,9	37,0	39,4
España	55,8	59,3	68,8	77,3

Fuente: World Federation of Exchanges, Fondo Monetario Internacional (WEO) y CNMV. (1) En moneda local, los datos de capitalización corresponden a la última sesión hábil del año. (2) El numerador es la suma de NYSE Euronext US y Nasdaq. (3) Incluye los datos de las bolsas de Hong Kong, Shanghai y Shenzhen, así como el PIB de la República Popular China y Hong Kong. (4) Incluye datos de la bolsa de Tokio y de Osaka. (5) Los datos de Londres incluyen a partir de 2010 datos de la bolsa de Italia, integrados en LSE Group, y el PIB de ambos países. (6) El denominador es la suma de los PIB nominales de Francia, Holanda, Bélgica y Portugal.

## 2.2 Sociedades cotizadas y capitalización

Al finalizar 2014, las bolsas españolas contaban con 155 sociedades admitidas a cotización, dos más que al final de 2013<sup>1</sup>. Se produjeron siete incorporaciones, todas al

1 El total se refiere a los mercados oficiales de renta variable: no se incluye a las sociedades cotizadas en Latibex o en el MAB, que son sistemas multilaterales de negociación.



mercado continuo, de las que seis correspondieron a empresas nacionales –cuatro de ellas inmobiliarias– y la restante, a una extranjera. Se registraron cinco exclusiones: una del mercado continuo, tres de corros y la última del segundo mercado<sup>2</sup>.

Mercados y emisores  
Mercados de renta variable

### Número de sociedades cotizadas en las bolsas españolas<sup>1</sup>

CUADRO 2.2

	Total bolsas	Mercado continuo			Corros	Segundo Mercado
		Total	Nacional	Extranjeras		
Admitidas a 31/12/13	153	123	116	7	23	7
Admitidas a 31/12/14	155	129	121	8	20	6
<b>Altas en 2014</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Nuevas admisiones	7	7	6	1	0	0
Altas por fusión	0	0	0	0	0	0
Cambio de mercado	0	0	0	0	0	0
<b>Bajas en 2014</b>	<b>5</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>1</b>
Exclusiones	5	1	1	0	3	1
Exclusiones por fusión	0	0	0	0	0	0
Cambio de mercado	0	0	0	0	0	0
<b>Variación neta en 2014</b>	<b>2</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>1</b>	<b>-3</b>	<b>-1</b>

Fuente: CNMV. (1) En los totales no se incluyen MAB, Latibex, ni ETF.

El valor de las acciones admitidas a negociación en las bolsas españolas alcanzó los 609.300 millones de euros, un 6,9% más que al cierre de 2013. El aumento de los precios fue la principal causa de este incremento, pero también contribuyeron al mismo las ampliaciones de capital realizadas durante el ejercicio, (véase el apartado 2.3).

### Capitalización<sup>1</sup> de la renta variable en las bolsas españolas

CUADRO 2.3

Importes en millones de euros

	2011	2012	2013	2014	% var. 14/13
<b>Total bolsas</b>	<b>421.033,8</b>	<b>438.188,5</b>	<b>570.028,7</b>	<b>609.380,0</b>	<b>6,9</b>
Mercado continuo	417.269,2	434.934,8	567.055,1	606.883,1	7,0
Nacionales	415.676,7	432.967,8	564.019,8	602.456,7	6,8
Extranjeras <sup>2</sup>	1.592,5	1.967,1	3.035,2	4.426,4	45,8
Corros <sup>3</sup>	3.704,9	3.233,0	2.906,2	2.466,6	-15,1
Madrid	833,3	667,1	519,4	376,5	-27,5
Barcelona	3.242,3	2.945,9	2.749,5	162,5	-11,5
Bilbao	328,8	77,8	183,6	326,4	-4,7
Valencia	240,2	350,9	342,5	326,4	-4,7
Segundo Mercado	59,7	20,6	67,5	30,2	-55,2

Fuente: CNMV. (1) Se incluye únicamente la capitalización de empresas que hayan tenido negociación durante el año. No incluye Latibex, MAB ni ETF. (2) La capitalización de las empresas extranjeras cotizadas en las bolsas españolas se ha obtenido teniendo en cuenta el número de títulos que figura en Iberclear. (3) La capitalización de las empresas negociadas en corros en más de un mercado está incluida en el total de cada uno de los mercados, con su precio correspondiente, pero solo una vez el total para todos los mercados.

2 Para mayor detalle en torno a las altas y bajas de sociedades cotizadas, véase anexo I.3.

Por sectores (véanse cuadro 2.4 y anexos I.5 y I.7), el mayor aumento de la capitalización en términos porcentuales se produjo en el sector de las inmobiliarias, con un incremento del 162,5% respecto al año anterior. También destaca el aumento en los sectores de la minería, la construcción y los bancos. Por último, los sectores del metal mecánica, la alimentación (con una compañía menos que el pasado ejercicio) y el petróleo sufrieron las mayores caídas en la capitalización.

Se mantiene la concentración histórica de la capitalización. Los seis valores españoles incluidos en el Eurostoxx 50 agrupan el 50% de la capitalización total de la bolsa española. Para alcanzar el 75% de la capitalización total es necesario agrupar las 19 mayores empresas incluidas en el Ibex-35, un número similar al de ejercicios precedentes.

### Número de sociedades cotizadas y capitalización por sectores<sup>1</sup>

CUADRO 2.4

Importes en millones de euros

Sector	2013	2014	2013	2014	% var. 14/13
Petróleo	1	1	23.861,3	20.989,9	-12,0
Energía y agua	8	7	83.516,1	90.329,6	8,2
Minería y metálicas básicas	8	8	5.218,7	6.416,4	22,9
Cementos y mat. construcción	4	4	1.842,6	1.725,2	-6,4
Químicas	6	6	3.713,1	3.958,7	6,6
Textil y papeleras	18	18	87.844,3	86.833,7	-1,2
Metal mecánica	15	15	12.731,2	10.191,3	-19,9
Alimentación	12	11	8.090,2	6.824,0	-15,7
Construcción	8	8	27.410,3	30.766,4	12,2
Inmobiliarias	26	25	2.752,4	7.224,5	162,5
Transportes y comunicaciones	3	4	77.550,2	85.306,5	10,0
Otros no financieros	25	24	39.887,9	43.297,8	8,5
<b>Total sector no financiero</b>	<b>132</b>	<b>138</b>	<b>374.418,4</b>	<b>393.864,3</b>	<b>5,2</b>
Bancos	10	10	180.128,0	201.317,6	11,8
Seguros	2	2	12.709,1	11.541,5	-9,2
Sociedades de cartera	8	8	2.759,7	2.643,0	-4,2
SICAV	1	1	13,5	13,4	-0,9
Entidades de financiación	0	0	0,0	0	-
<b>Total sector financiero</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>195.610,3</b>	<b>215.515,7</b>	<b>10,2</b>
<b>Total</b>	<b>153</b>	<b>155</b>	<b>570.028,8</b>	<b>609.380,0</b>	<b>6,9</b>

Fuente: CNMV. (1) Se incluye únicamente la capitalización de empresas que hayan tenido negociación durante el año. No incluye Latibex, MAB ni ETF.

### 2.3 Admisiones, emisiones y ofertas públicas de venta (OPV)

En 2014 se produjeron 140 ampliaciones de capital, realizadas por un total de 53 sociedades cotizadas en las bolsas españolas, 14 más que en 2013 (véanse anexos I.1 y I.2 para un mayor detalle). Estas operaciones alcanzaron un importe de 27.900 millones de euros, un 28,8% menos que en el año anterior. El importe de las ampliaciones asociadas a operaciones de dividendo elección (*scrip dividend*) siguió incrementándose, alcanzando los 12.000 millones de euros, como se aprecia en el cuadro 2.5.

En línea con el fuerte incremento de las salidas a bolsa observado en el resto del mundo (cercano al 100%), los mercados españoles también vieron un relanzamiento en el número de ofertas públicas de venta o suscripción de valores, con 13 compañías que captaron recursos a través de esta vía en los diferentes segmentos del mercado. Siete de las ofertas públicas de venta tuvieron lugar en el mercado continuo.

Los flujos de inversión canalizados hacia la renta variable (ampliaciones de capital más ofertas públicas de venta) alcanzaron un importe próximo a los 32.800 millones de euros, la cifra más alta de toda Europa. Algo menos de la mitad de los recursos captados fue a parar a las entidades de crédito. A diferencia de los años 2012 y 2013, en los que estas entidades concentraron la mayoría de los recursos mediante ampliaciones de capital, en 2014 también tuvieron una participación destacada en la captación otros sectores, especialmente el inmobiliario y el de la construcción, en este caso para reducir o reestructurar su deuda y reforzar su capital.

### Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta<sup>1</sup>

CUADRO 2.5

Importes en millones de euros

	2011	2012	2013	2014	% var. 14/13
<b>Ampliaciones de capital</b>	<b>20.819,8</b>	<b>28.290,2</b>	<b>39.126,2</b>	<b>27.875,5</b>	<b>-28,8</b>
Ofertas públicas de suscripción de valores	6.225,4	2.450,5	1.742,8	2.951,5	69,4
Ampliaciones de capital liberadas	3.862,0	8.424,2	9.932,8	12.650,8	27,4
De las cuales <i>scrip dividends</i>	3.862,0	8.348,1	9.869,4	12.573,8	27,4
Ampliaciones de capital por conversión <sup>2</sup>	2.079,4	10.982,4	7.478,8	3.757,9	-49,8
Ampliación contrapartida no monetaria <sup>3</sup>	3.394,9	1.867,5	231,6	2.814,5	1.115,5
Con derecho de suscripción preferente	2.264,1	4.560,6	11.463,1	2.790,8	-75,7
Sin negociación de derechos de suscripción	2.994,1	5,0	8.277,1	2.909,9	-64,8
<b>Ofertas públicas de venta (OPV)</b>	<b>127,0</b>	<b>1.231,4</b>	<b>0,0</b>	<b>4.886,9</b>	<b>-</b>
<b>Total</b>	<b>20.946,8</b>	<b>29.521,6</b>	<b>39.126,2</b>	<b>32.762,4</b>	<b>-16,3</b>

Fuente: CNMV. (1) No incluye datos del MAB, ETF ni Latibex. (2) Incluye ampliaciones de capital para atender a la conversión de bonos u obligaciones en acciones, por conversión de opciones de empleados y para la ejecución de *warrants*. (3) Las ampliaciones de capital de contrapartida no monetaria se han contabilizado por su valor de mercado.

## 2.4 Negociación

### 2.4.1 Negociación al contado

Desde la entrada en vigor de la Directiva MiFID en 2007, la contratación de acciones viene experimentando un proceso creciente de desconcentración en detrimento de las tradicionales bolsas de valores, cuya cuota de mercado se ha reducido en algunos casos de modo sustancial. Este proceso ha favorecido el crecimiento de centros de contratación competidores, sobre todo de los nuevos sistemas multilaterales de negociación y mercados regulados radicados en el Reino Unido.

Este cambio ha sido menos acusado que en otros mercados en el caso de los valores españoles, en los que BME mantenía una cuota de mercado superior al 95% hasta hace un par de años. Sin embargo, a partir de 2013 se advierte un significativo

descenso de la cuota de mercado de BME, si bien los niveles de desconcentración siguen siendo considerablemente menores que en el Reino Unido, Alemania y Francia. En concreto, en 2014, BME mantuvo el 85% de la contratación de valores españoles, frente al 90% del año anterior. Su principal competidor fue la plataforma británica Chi-X, que canalizó el 9,5% de la negociación en acciones españolas.

Como se aprecia en el cuadro 2.6, la contratación de valores españoles en el SIBE ascendió a 849.934 millones de euros, un 23,6% más que en 2013, mientras que el total contratado de estos valores, incluyendo a otros centros de negociación de la Unión Europea, superó el billón de euros, con un aumento del 31%. Aunque el nivel de partida es mucho menor que en el SIBE, destaca el fuerte crecimiento de la negociación de valores españoles en Chi-X, Turquoise y BATS.

### Efectivo negociado en renta variable española admitida en los mercados oficiales nacionales<sup>1</sup>

CUADRO 2.6

Importes en millones de euros

	2010	2011	2012	2013	2014	% var. 14/13
<b>Total</b>	<b>1.033.574,8</b>	<b>928.355,2</b>	<b>710.387,1</b>	<b>765.502,2</b>	<b>1.002.992,8</b>	<b>31,0</b>
<b>Admitida en SIBE</b>	<b>1.030.330,2</b>	<b>926.828,6</b>	<b>709.851,7</b>	<b>764.933,4</b>	<b>1.002.095,8</b>	<b>31,0</b>
BME	1.020.063,2	912.176,9	687.456,1	687.527,6	849.934,5	23,6
Chi-X	8.383,6	11.120,3	16.601,3	53.396,7	95.973,0	79,7
Turquoise	269,1	707,7	3.519,6	11.707,9	28.497,5	143,4
BATS	272,4	1.276,4	2.261,9	10.632,1	18.671,0	75,6
Otros <sup>2</sup>	1.341,9	1.547,3	12,8	1.669,2	9.019,8	440,3
<b>Corros</b>	<b>165,4</b>	<b>42,8</b>	<b>49,9</b>	<b>51,4</b>	<b>92,5</b>	<b>79,8</b>
<b>Segundo Mercado</b>	<b>3,0</b>	<b>2,3</b>	<b>0,4</b>	<b>1,7</b>	<b>0,7</b>	<b>-61,9</b>
<b>ETF<sup>3</sup></b>	<b>3.076,2</b>	<b>1.481,5</b>	<b>485,1</b>	<b>515,7</b>	<b>803,9</b>	<b>55,8</b>

Fuente: Bloomberg y CNMV. (1) Instrumentos de renta variable admitidos a negociación en los mercados secundarios oficiales españoles e identificados mediante un ISIN emitido en España; no se incluyen, por tanto, los valores extranjeros admitidos a negociación en estos mercados, cuyo ISIN no está emitido en España. (2) Se calcula como la diferencia entre el efectivo negociado del EU Composite calculado por Bloomberg para cada acción y el efectivo negociado para los mercados y MTF incluidos en la tabla, por lo que incluye la negociación en otros mercados regulados, SMN y sistemas OTC. (3) Únicamente ETF con ISIN español.

Durante el año 2014 se produjo un record histórico en el número de operaciones en valores de renta variable: más de 71 millones, lo que representa un incremento superior al 48% con respecto al año anterior. En relación con las órdenes, el SIBE recibió 471 millones, un 63% más que en 2013, y la ratio órdenes/negociaciones aumentó hasta 6,7; es decir, cinco décimas más que en dicho ejercicio. En ambos años, como viene ocurriendo desde 2011, la utilización de técnicas de negociación algorítmica ha propiciado el aumento de la introducción de órdenes en el mercado, muchas de las cuales no se llegan a ejecutar.

La contratación bursátil de renta variable en BME se concentró un año más en el mercado continuo. Como se aprecia en el cuadro 2.8, la mayor parte de la negociación se produjo en la modalidad en sesión a través de órdenes, seguida en cuanto a importancia por la operativa de bloques; el volumen de aplicaciones fue, asimismo, muy significativo. El crecimiento fue notable en estas tres modalidades, en contraste con el año anterior, en el que solo había aumentado la contratación mediante órdenes.

**Contratación de renta variable en los mercados operados por BME**

CUADRO 2.7

Mercados y emisores

Mercados de renta variable

Importes en millones de euros

	2011	2012	2013	2014	% var. 14/13
<b>Total</b>	<b>920.455,0</b>	<b>694.885,3</b>	<b>698.128,2</b>	<b>864.536,6</b>	<b>24,7</b>
<b>Mercados oficiales</b>	<b>915.717,4</b>	<b>690.242,5</b>	<b>691.864,6</b>	-	-
<b>SIBE</b>	<b>915.672,3</b>	<b>690.192,2</b>	<b>691.811,5</b>	<b>864.443,5</b>	<b>24,7</b>
del que ETF	3.495,4	2.736,0	4.283,9	9.849,4	129,9
<b>Corros</b>	<b>42,8</b>	<b>49,9</b>	<b>51,4</b>	<b>92,4</b>	<b>79,8</b>
Madrid	16,1	3,0	7,3	32,6	349,9
Bilbao	0,1	8,5	0,1	14,3	-
Barcelona	26,4	37,7	44,1	45,1	2,5
Valencia	0,3	0,7	0,0	0,3	-
<b>Segundo Mercado</b>	<b>2,3</b>	<b>0,4</b>	<b>1,7</b>	<b>0,6</b>	<b>-61,9</b>
<b>MAB</b>	<b>4.379,9</b>	<b>4.329,6</b>	<b>5.896,3</b>	<b>7.723,2</b>	<b>30,9</b>
<b>Latibex</b>	<b>357,7</b>	<b>313,2</b>	<b>367,3</b>	<b>373,1</b>	<b>1,5</b>

Fuente: CNMV.

**Contratación en BME según modalidades en el mercado continuo**

CUADRO 2.8

Importes en millones de euros

	2010	2011	2012	2013	2014	% var. 14/13
<b>En sesión</b>	<b>983.584,4</b>	<b>873.485,3</b>	<b>658.891,4</b>	<b>668.553,2</b>	<b>831.962,6</b>	<b>24,4</b>
Órdenes	541.879,8	505.870,1	299.022,0	346.049,6	453.294,9	30,9
Aplicaciones	58.678,1	69.410,4	80.617,0	56.565,3	73.056,8	29,1
Bloques	383.026,5	298.204,9	279.252,4	265.938,3	305.610,8	14,9
Fuera de hora	17.209,5	9.801,8	9.630,0	7.654,7	7.568,9	-1,1
Otras modalidades	25.684,4	34.096,6	23.036,9	16.960,1	24.912,5	47,3

Fuente: CNMV.

Al igual que la capitalización, la contratación bursátil siguió fuertemente concentrada en un número relativamente reducido de valores, aunque en menor medida que en 2013. Así, en 2014, 13 valores del Ibex 35 –entre los que se encuentran los seis que también forman parte del EuroStoxx 50– supusieron el 75% de la contratación total de las acciones españolas en el SIBE, mientras que en 2013 este porcentaje se alcanzaba con nueve valores (véanse anexos I.6 y I.8 para un mayor detalle sobre la contratación y su distribución).

**2.4.2 Crédito para operaciones bursátiles y préstamo de valores**

La operativa conocida como crédito al mercado, que incluye tanto crédito en valores como en efectivo, es utilizada normalmente por los inversores minoristas y se circunscribe a los valores del Ibex 35. La operativa conocida como préstamo de valores la utilizan sobre todo los inversores institucionales y abarca un conjunto de valores más amplio, incluidas las acciones cotizadas en Latibex y los fondos de inversión cotizados. A diferencia del crédito al mercado, solo una parte de los valores obtenidos mediante la operativa de préstamo de valores se destina a la realización de transacciones en los mercados secundarios.

El crédito para la compra de valores descendió nuevamente en 2014 tanto en términos de contratación como de saldos vivos. Así, la contratación, que había llegado a alcanzar los 511,9 millones de euros en 2007, se redujo a 16,2 millones en el pasado ejercicio (véase cuadro 2.9).

En cambio, la contratación de préstamos de valores aumentó en 2014 un 30,5%, hasta alcanzar los 601.500 millones de euros, como se aprecia en el cuadro 2.10. También el saldo vivo de valores en préstamo creció hasta los 60.000 millones de euros al cierre del ejercicio. El incremento en los préstamos de valores refleja, por lo menos en parte, la subida de los precios de las acciones. El crédito para la venta de valores también se incrementó, aunque en menor medida, tanto en términos de saldo al final del año como de contratación (9,5%).

### Crédito para compra de valores<sup>1</sup>

CUADRO 2.9

Importes en millones de euros

	Saldos vivos	Contratación
2010	5,0	65,9
2011	3,9	73,0
2012	2,5	44,4
2013	0,6	34,1
2014	0,4	16,2

Fuente: CNMV. (1) Operaciones realizadas al amparo de la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda, de 25 de marzo de 1991, sobre sistema de crédito en operaciones bursátiles de contado.

### Crédito para venta de valores y préstamo de valores

CUADRO 2.10

Importes en millones de euros

	Crédito para venta de valores <sup>1</sup>		Préstamo de valores <sup>2</sup>	
	Saldo vivo	Contratación	Saldo vivo <sup>3</sup>	Contratación
2010	9,9	598,0	36.195,9	556.246,7
2011	7,0	518,3	35.626,7	493.602,4
2012	1,2	199,2	34.915,1	395.859,3
2013	7,3	326,8	43.398,9	464.521,5
2014	12,7	357,9	60.042,6	601.557,1

Fuente: CNMV. (1) Operaciones realizadas al amparo de la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda, de 25 de marzo de 1991, sobre sistema de crédito en operaciones bursátiles de contado. (2) Regulado en la Ley del Mercado de Valores, artículo 36.7, y la Orden ECO/764/2004. (3) Saldo total menos el importe represtado.

## 2.5 Ofertas públicas de adquisición de valores (opas)

En 2014 se autorizaron siete ofertas con un importe potencial de 478 millones de euros (644 millones, si se suma el importe de adquisiciones acordadas previamente). El importe de las operaciones efectivamente realizadas supuso el 45,2% del potencial (59,3%, si se tienen en cuenta las adquisiciones previas).

Dos ofertas fueron de tipo obligatorio por toma de control previa: la de Businessgate sobre Dogi International Fabrics y la formulada conjuntamente por los grupos Sigma y WH sobre Campofrío Food Group.

Otras cuatro se formularon de forma obligatoria por solicitud de exclusión de cotización en bolsa de las sociedades Inmolevante, Companyia d'Aigües de Sabadell, Ahorro Familiar y Grupo Tavex. En las dos últimas, la adquisición corrió a cargo de sus respectivos accionistas de control, mientras que en las otras el adquirente fue el emisor de las acciones a excluir.

Todas las ofertas obligatorias se realizaron con pago en efectivo, al precio calificado como equitativo de acuerdo con la normativa aplicable y justificado mediante un informe de valoración. Las reglas de valoración propias de las ofertas de exclusión también se aplicaron en la oferta sobre Dogi International Fabrics, al tratarse de una empresa que se encontraba en serias dificultades financieras, y en el caso de Campofrío Food Group, que fue objeto de la oferta como consecuencia de dos tomas de control sucesivas, una sobrevenida del grupo WH y otra directa del grupo Sigma. Ambas entidades terminaron formulando una oferta conjunta en la que perseguían la exclusión del valor.

La única oferta de tipo voluntario fue realizada por Ole Investments sobre Deoleo. El precio ofrecido finalmente en este caso fue el mínimo que podía calificarse reglamentariamente como precio equitativo (véase apartado 10.2).

La significativa diferencia que puede apreciarse en el cuadro 2.11 entre el importe de las ofertas realizadas en 2014 y el potencial viene explicada principalmente porque la oferta sobre Deoleo, cuyo importe potencial representa casi el 67% del total, recibió una baja aceptación, que supuso un 38% aproximadamente del importe realizado en las siete operaciones.

En el último trimestre del ejercicio se presentaron y se admitieron a trámite otras cuatro ofertas, una de exclusión formulada por Sociedad Anónima Damm, una obligatoria por toma de control de los fondos Orion y Cerberus a través de Sotogrande Luxco sobre Sotogrande y dos ofertas voluntarias de Hispania Real, SOCIMI sobre Realia Business y de Orange sobre Jazztel.

## Ofertas públicas de adquisición de valores

CUADRO 2.11

Importes en millones de euros

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Autorizadas<sup>1</sup></b>					
Número	4	3	3	6	7
Importe potencial	1.127	3.984	1.402	395	478
Importe potencial más acuerdos previos de adquisición <sup>2</sup>	1.127	3.984	1.426	395	644
<b>Realizadas<sup>3</sup></b>					
Número	4	3	2	6	7
Importe	1.040	3.873	1.282	351	216
Importe más acuerdos previos de adquisición <sup>2</sup>	1.040	3.873	1.306	351	382

Fuente: CNMV. (1) Autorizadas en el ejercicio. (2) Importe potencial de las opas más volumen efectivo de las adquisiciones acordadas previamente en la operación. (3) Todas las autorizadas en el ejercicio, aunque finalicen en el siguiente, sin incluir las de resultado negativo o desistimiento. No se incluyen los importes por operaciones de compraventa forzosa.

## 2.6 Sistemas multilaterales de negociación

### 2.6.1 Latibex

Los valores negociados en Latibex se revalorizaron de forma sustancial durante los dos trimestres centrales de 2014, pero estas ganancias no fueron suficientes para compensar las cifras negativas del primer trimestre y, especialmente, del último, anotándose descensos del 25,6 % (FTSE Latibex All-Share) y del 20,5 % (FTSE Latibex Top) en el ejercicio.

En términos de capitalización de las diferentes empresas cotizadas en Latibex, las caídas en los precios se vieron compensadas por las revalorizaciones del real brasileño y del peso mexicano con respecto al dólar y al euro.

Al cierre de 2014, el número de empresas admitidas en este mercado era de 26, las mismas que el año anterior. Como se puede apreciar en el cuadro 2.12, el país con mayor número de empresas es Brasil, seguido por México. La capitalización de este mercado a final de año era de 204,4 millones de euros, un 56,9% superior a la de 2013. Este incremento se explica, fundamentalmente, por la subida de los precios en el mercado de origen y por la apreciación del euro respecto a las divisas de referencia. Las empresas brasileñas representaban un 66,3% de la capitalización total, seguidas por las mexicanas y argentinas<sup>3</sup>.

La contratación en 2014 aumentó hasta los 373,1 millones de euros, un 1,6% más que en 2013. Las empresas brasileñas supusieron el 82,2% de la contratación total y durante 2014 fueron, junto con las argentinas, las únicas que experimentaron un incremento del importe negociado con respecto al ejercicio anterior.

#### Sociedades cotizadas en Latibex por países

CUADRO 2.12

Importes en millones de euros

País	N.º de empresas		Capitalización <sup>1</sup>			Contratación		
	2013	2014	2013	2014	% var.	2013	2014	% var.
Argentina	2	2	4,8	13,6	181,5	0,1	0,2	91,0
Brasil	12	12	115,1	135,8	18,0	195,8	306,8	56,6
Chile	2	2	2,6	1,9	-28,1	7,1	5,3	-25,3
Colombia	1	1	1,4	1,0	-26,2	5,4	3,5	-35,7
México	8	8	4,8	51,1	963,3	155,6	54,7	-64,9
Perú	1	1	1,6	1,0	-34,7	3,2	2,7	-14,9
<b>Total</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>130,3</b>	<b>204,4</b>	<b>56,9</b>	<b>367,3</b>	<b>373,1</b>	<b>1,6</b>

Fuente: CNMV. (1) Valores depositados en Iberclear.

### 2.6.2 Mercado Alternativo Bursátil (MAB)

El MAB es un sistema multilateral de negociación gestionado por BME en el que se negocian, en distintos segmentos, empresas en expansión, SICAV, entidades de

3 En el anexo I.10 se ofrece información sobre la distribución de la contratación y capitalización por sectores en Latibex.



capital-riesgo, instituciones de inversión libre y sociedades anónimas cotizadas de inversión inmobiliaria (SOCIMI).

Mercados y emisores  
Mercados de renta variable

El número de sociedades cotizadas en el MAB aumentó hasta alcanzar las 3.276 al cierre de 2014. La capitalización se situó en 34.300 millones de euros, un 6,6 % más que al cierre de 2013. La contratación también creció, alcanzando los 7.700 millones de euros, un 30,9% más que en el año anterior. El segmento de SICAV es el que tiene más peso en cuanto a número de empresas, capitalización y contratación, como se advierte en el cuadro 2.13.

### Sociedades cotizadas en el MAB por segmento

CUADRO 2.13

Importes en millones de euros

	N.º de empresas		Capitalización <sup>1</sup>			Contratación		
	2013	2014	2013	2014	% var.	2013	2014	% var.
Entidades de capital-riesgo	1	1	49,3	79,6	61,5	0,3	97,0	3.023,0
Empresas en expansión	23	26	1.677,7	1.799,9	7,3	279,2	1.683,9	503,0
SICAV	3.035	3.229	27.572,2	31.482,0	14,1	5.594,1	5.940,9	6,1
Sociedades de inversión libre	5	11	2.747,9	806,0	-70,6	22,0	86,8	399,0
SOCIMI	2	3	124,3	137,8	10,8	0,2	1,8	658,0
<b>Total</b>	<b>3.066</b>	<b>3.276</b>	<b>32.171,2</b>	<b>34.306,6</b>	<b>6,6</b>	<b>5.896,0</b>	<b>7.723,0</b>	<b>30,9</b>

Fuente: CNMV. (1) Incluye solo el valor de aquellas entidades para las que se produjo negociación en el año.

En el segmento de empresas en expansión cotizaban al cierre del ejercicio 26 emisores, tres más que en 2013.

Durante el año se incorporaron a este segmento cinco nuevas empresas. En abril comenzó a cotizar NPG Technology, en el mes de julio Facephi y Only Apartments, en noviembre Euroconsult y finalmente Home Meal Replacement en el mes de diciembre El consejo de administración de BME acordó la exclusión de negociación de Grupo Nostrum y de Negocio & Estilo de Vida. A finales de 2014 permanecían suspendidas de negociación Bodaclick (desde 17/02/14), Zinkia (desde 26/02/14), Let's Gowex (desde 06/07/14) y Carbures Europe (desde 08/10/14). La suspensión de negociación de las tres primeras se mantenía en vigor a finales del primer trimestre de 2015.

La capitalización total al cierre del ejercicio ascendió a 1.799,9 millones de euros, un 7,3% más que en 2013, aunque el aumento fue mucho menor que en ese ejercicio, en el que la capitalización se multiplicó por tres. Las revalorizaciones de 2013 fueron particularmente importantes en algunas de las sociedades suspendidas de negociación durante el pasado año. El importe efectivo contratado aumentó hasta alcanzar los 1.683,9 millones de euros, muy por encima de los 279,2 millones del año anterior, en el que también se había producido un significativo incremento con respecto a 2012.

En el recuadro 10.1 puede encontrarse un resumen de las actualizaciones de la regulación de los sistemas multilaterales de negociación que se incorporan en la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.

## 2.7 Fondos de inversión cotizados (ETF)

En las bolsas españolas se negociaban al cierre del ejercicio 70 ETF, uno más que en la misma fecha del año anterior. De los ETF admitidos a negociación y activos al cierre de 2014, tres estaban gestionados por una entidad española, 27 por una alemana y 40 por una francesa.

La contratación de ETF en el SIBE durante el pasado ejercicio alcanzó un importe de 9.849,9 millones de euros, frente a los 4.283,9 millones de 2013, un 130% más. El año 2014 supuso también en este segmento un récord de negociación, así como del número de operaciones realizadas desde el año 2008: más de 115.000. El patrimonio gestionado en ETF ligados al Ibex 35 se ha multiplicado por 1,6 y supera los 2.000 millones de euros.

La mayor parte de los ETF se referenciaban a índices de renta variable, dentro de estos, los más numerosos son los que se vinculan al comportamiento de acciones negociadas en Europa. Las estrategias de réplica de índices (gestión pasiva) son ampliamente predominantes. Solo unos pocos utilizan estrategias de seguimiento inverso de una referencia u otras estrategias complejas.

### 3.1 Panorama general

Durante el pasado ejercicio, las emisiones brutas de valores registraron un descenso del 4,3% con respecto al año anterior. Las emisiones netas, esto es, la diferencia entre las emisiones brutas y las amortizaciones, fueron negativas por segundo año consecutivo. La disminución de las emisiones brutas se localizó tanto en el ámbito de las Administraciones Públicas (AAPP) como en el de las instituciones financieras.

Como se indica en el capítulo 1, la mejoría de las perspectivas sobre la situación macroeconómica nacional propició nuevos descensos en las primas de riesgo y, junto con el mantenimiento de una política monetaria netamente expansiva por parte del Banco Central Europeo (BCE) y la abundancia de liquidez en los mercados financieros, ha contribuido a situar los tipos de interés de referencia, tanto de la deuda pública como privada, en mínimos históricos. En el caso de las AAPP, este escenario ha permitido reducir el coste medio de la deuda en circulación y alargar los vencimientos. Las instituciones financieras, por su parte, han podido colocar entre los inversores privados paquetes de préstamos considerados no estratégicos y diversificar sus fuentes de financiación, reduciendo la dependencia de la financiación proporcionada por el BCE.

Al igual que en el ejercicio anterior, el sector público tuvo un mayor peso en las emisiones brutas que el sector privado, concentrando el 57,4% del importe nominal total. Dentro de las emisiones del sector privado, las realizadas por las instituciones financieras aportaron el grueso del volumen final, en concreto el 94,5%, a pesar de la menor actividad registrada a lo largo del año. En particular, resulta relevante el protagonismo de la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB), que puso en el mercado un tercio de los valores de renta a fija a largo plazo, con tres emisiones realizadas a lo largo de 2014. También hay que destacar una mayor presencia de estructurados en las emisiones de las entidades financieras durante el ejercicio. Como se aprecia en el cuadro 3.1, las emisiones brutas de las sociedades no financieras registraron un notable aumento, si bien la emisión neta descendió fuertemente respecto al año anterior. Otro de los aspectos significativos de la actividad emisora a lo largo de 2014 es el incremento de las emisiones en los mercados internacionales, sobre todo en el segmento del papel comercial (pagarés de empresa).

En cuanto al sector público, las emisiones brutas disminuyeron un 7,4%. Esto, unido a los vencimientos ordinarios y a las amortizaciones anticipadas de determinados paquetes de deuda, permitió que las emisiones netas fueran mucho menores que en 2013: un 45,1% menos. En el caso de las Comunidades Autónomas, estas también rebajaron el ritmo de endeudamiento y consiguieron reducir el saldo de su deuda en circulación.

## Emisiones y saldos vivos: distribución por emisores

CUADRO 3.1

Importes nominales en millones de euros

	Importe <sup>1</sup>		Variación (%)	Pro memoria: zona del euro	
	2013	2014	14/13	2014	% var. 14/13
<b>Emisiones brutas<sup>2</sup></b>	<b>460.197</b>	<b>440.305</b>	<b>-4,3</b>	<b>6.972.747</b>	<b>-14,8</b>
Administraciones Públicas	273.136	252.937	-7,4	2.415.538	-2,9
Instituciones financieras	179.039	177.094	-1,1	3.945.509	-21,6
Sociedades no financieras	8.022	10.274	28,1	611.699	-8,1
<b>Emisiones netas<sup>2</sup></b>	<b>-127.309</b>	<b>-100.058</b>	<b>21,4</b>	<b>30.949</b>	<b>81,8</b>
Administraciones Públicas	85.635	47.038	-45,1	260.030	-24,1
Instituciones financieras	-216.596	-148.138	31,6	-290.798	29,3
Sociedades no financieras	3.652	1.042	-71,5	61.717	-28,2
<b>Saldos vivos<sup>3,4</sup></b>	<b>1.731.659</b>	<b>1.669.063</b>	<b>-3,6</b>	<b>16.273.886</b>	<b>-1,8</b>
Administraciones Públicas	822.937	870.288	5,8	7.373.443	0,6
Instituciones financieras	888.637	777.634	-12,5	7.845.928	-4,8
Sociedades no financieras	20.086	21.141	5,3	1.054.515	5,6

Fuente: Banco de España, CNMV y BCE. (1) Incluye emisiones efectuadas dentro y fuera de España. (2) Para las emisiones en divisas de las Administraciones Públicas se considera el contravalor en euros aplicando el tipo de cambio medio del mes publicado por el BCE. Para las emisiones en divisas de las instituciones financieras y sociedades no financieras se considera el contravalor en euros aplicando el tipo de cambio del último día del mes publicado por el BCE. (3) Para los saldos vivos de emisiones en divisas se considera el contravalor en euros aplicando el tipo de cambio del BCE a fin de periodo. (4) Los saldos vivos no pueden ajustarse con las emisiones netas debido a la utilización de tipos de cambio diferentes para las emisiones en divisas.

Por lo que se refiere a los mercados secundarios oficiales de renta fija, el de deuda pública en anotaciones fue de nuevo el más activo en cuanto a volumen negociado y el único en el que se produjo un aumento de la negociación, concentrado en los segmentos de bonos y obligaciones del Estado (véase cuadro 3.3). En el mercado de AIAF, donde se concentra el grueso de la negociación de los valores de renta fija privada, se produjo un descenso sustancial de la contratación, motivado por la disminución del número de emisiones cotizadas y una menor actividad en las subastas de liquidez del Tesoro, que opera como miembro de este mercado para gestionar sus excedentes de tesorería. Con todo, las operaciones de gestión de tesorería realizadas por esta última tuvieron un peso destacado en el mercado, pues supusieron el 49,8% del importe total negociado. En cuanto al mercado bursátil de renta fija, se produjo un incremento de los volúmenes negociados, aunque su relevancia en el conjunto de los mercados secundarios de renta fija siguió siendo muy reducida.

Por último, hay que señalar que a lo largo de 2014 se ha podido observar que los precios de mercado de algunos instrumentos de deuda han alcanzado niveles muy elevados, en línea con lo observado en los mercados internacionales. La mejora de los fundamentos de la economía española o de la calidad crediticia de los emisores podría explicar una parte del incremento en los precios, pero el principal motivo es el descenso de los tipos de interés y las perspectivas de que estos puedan permanecer en niveles muy reducidos –en algunos casos, incluso negativos– durante bastante tiempo. En un escenario con estas características, los valores pueden mostrarse más sensibles ante episodios de inestabilidad en los mercados o incrementos no anticipados en los tipos de interés.

Importes nominales en millones de euros

Por mercado	2010	2011	2012	2013	2014	% var. 14/13
Deuda pública anotada	18.584.073	20.371.117	14.425.644	15.113.111	17.231.749	14,0
AIAF	4.383.119	7.388.186	3.119.755	1.400.758	1.118.964	-20,1
Bolsas	68.915	69.656	60.141	46.159	49.072	6,3
<b>Total</b>	<b>23.036.107</b>	<b>27.828.959</b>	<b>17.605.540</b>	<b>16.560.028</b>	<b>18.399.785</b>	<b>11,1</b>

Fuente: CNMV y Banco de España.

## 3.2 Deuda pública

### 3.2.1 Mercado primario

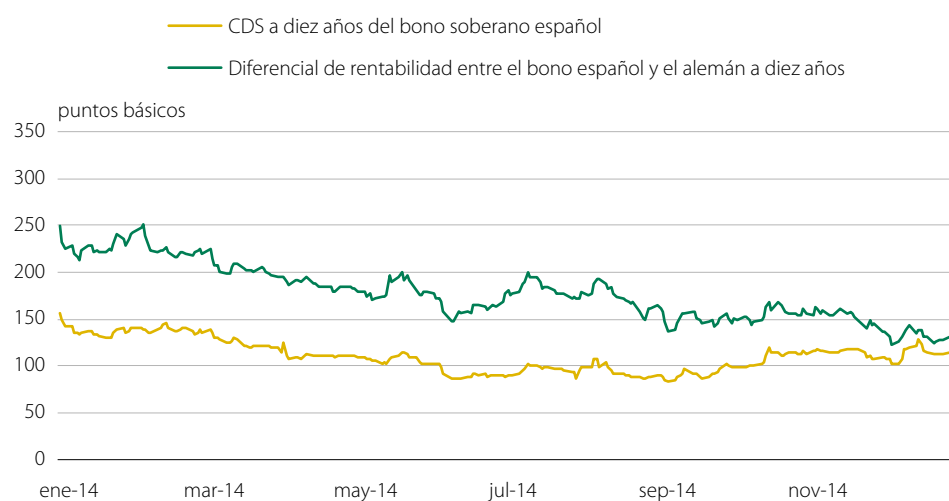
Las emisiones brutas de las Administraciones Públicas durante 2014 ascendieron a 252.937 millones de euros, un 7,4% menos que en el año anterior. Esta contracción se debió fundamentalmente a la reducción del 7,2% de las emisiones de la Administración General del Estado, que supusieron un 96,2% del total (243.370 millones de euros). Las de las Comunidades Autónomas (CCAA) también descendieron, en este caso por tercer año consecutivo, hasta los 9.513 millones de euros, lo que supone una reducción del 11,7%. A diferencia de años anteriores, cuando las emisiones a corto y largo plazo estaban bastante equilibradas, en 2014 la emisión a largo plazo de las CCAA concentró el 97% del total. La actividad emisora de las Corporaciones Locales, por su parte, se incrementó en más de un 100%, aunque su importe continuó siendo muy reducido: 53 millones de euros (véase anexo I.11).

Las emisiones netas de las AAPP experimentaron un descenso del 45,1%, hasta los 47.038 millones de euros. La Administración General del Estado emitió, en términos netos, 49.627 millones de euros en 2014 (un 45,6% menos que en el ejercicio anterior), mientras que las emisiones netas de las CCAA y las Corporaciones Locales fueron negativas, como en 2013 (véase anexo I.12 para un mayor detalle). La reducción del déficit público –que en 2014 ha sido del 5,7% mientras que en 2013 fue del 7,1%– contribuyó al descenso de la emisión neta. Debido a las condiciones favorables del mercado, el Tesoro pudo, además, aumentar las amortizaciones durante el ejercicio, especialmente para suavizar los vencimientos de la deuda y extinguir el Fondo para la Financiación de Pagos a Proveedores (FFPP). Tanto este fondo como el Fondo de Liquidez Autonómico se han utilizado para convertir préstamos bancarios y deuda a proveedores de las CCAA y las Corporaciones Locales en deuda asumida por el Estado, debido a las dificultades de refinanciación a las que se enfrentaban estas últimas.

Las condiciones en las que el Estado emitió deuda fueron mucho más favorables que en años anteriores, debido a una rebaja importante de la prima de riesgo. Así, el CDS a diez años sobre la deuda española se redujo a lo largo del ejercicio en 45 puntos básicos (p.b.), finalizando el año ligeramente por encima de los 110 p.b., mientras que el diferencial entre los tipos de los bonos español y alemán a diez años inició el año en torno a los 250 p.b. y lo cerró cerca de los 125 (véase gráfico 3.1). Es importante recordar que esta variable llegó a superar los 400 p.b. a lo largo del primer trimestre del año anterior y que en los momentos de mayor tensión de los mercados superó los 600.

### CDS a diez años sobre la deuda soberana española y diferencial de rentabilidad sobre el bono alemán a diez años ajustado<sup>1</sup>

GRÁFICO 3.1



Fuente: Thomson Datastream. (1) Al diferencial de rentabilidad del bono español sobre el bono alemán a diez años se le añade el CDS sobre este último. El citado diferencial, ajustado en la forma indicada, constituye una aproximación de la prima de riesgo del bono español a diez años.

### 3.2.2 Mercado secundario

#### Mercado de deuda pública anotada, AIAF y bolsas

La deuda pública de las AAPP se puede negociar en nuestro país en tres mercados secundarios oficiales: el mercado de deuda pública anotada, AIAF y las bolsas. El primero de ellos es, con diferencia, el que concentra el mayor volumen de negociación, con más del 99% del total. Este mercado registró en 2014 un incremento del 14,0% en relación con el ejercicio anterior, con un importe total de 17,2 billones de euros. Como se observa en el cuadro 3.3, el crecimiento se debió al repunte del 23,2% de la contratación de deuda a largo plazo (bonos y obligaciones del Estado) hasta superar los 15 billones de euros. Este repunte se produjo en los tres tipos de operaciones que se realizan con estos instrumentos: operaciones a vencimiento, con pacto de recompra y simultáneas. Por el contrario, la negociación de deuda a corto plazo se redujo un 25,8%, hasta los 2,1 billones de euros. De esta forma, el peso de los valores a largo plazo en este mercado aumentó hasta el 88% (81% en 2013).

La negociación realizada entre titulares de cuenta ascendió a 8,2 billones de euros, el 47,4% del total del mercado, casi seis puntos porcentuales menos que el año anterior. El resto, nueve billones de euros, correspondió a operaciones entre titulares de cuenta y terceros (véanse los anexos I.13 y I.14 para un mayor detalle).

## Contratación en el mercado de deuda pública anotada

CUADRO 3.3

Mercados y emisores  
Renta fija

Importes en millones de euros

	2010	2011	2012	2013	2014	% var. 14/13
<b>Letras</b>	<b>3.319.700</b>	<b>3.692.347</b>	<b>2.954.645</b>	<b>2.781.259</b>	<b>2.064.817</b>	<b>-25,8</b>
A vencimiento	430.541	900.845	831.616	911.021	743.594	-18,4
Contado	420.292	876.841	815.335	891.504	719.005	-19,3
Plazo	10.249	24.004	16.281	19.518	24.589	26,0
Pacto de recompra	1.594.756	1.213.816	682.733	553.084	553.607	0,1
Simultáneas	1.294.403	1.577.686	1.440.296	1.317.155	767.616	-41,7
<b>Bonos y obligaciones</b>	<b>15.232.470</b>	<b>16.603.741</b>	<b>11.418.697</b>	<b>12.283.376</b>	<b>15.131.203</b>	<b>23,2</b>
A vencimiento	4.360.430	6.262.733	4.064.927	4.414.951	5.931.558	34,4
Contado	4.214.730	6.081.059	3.932.284	4.193.827	5.591.243	33,3
Plazo	145.700	181.674	132.643	221.124	340.315	53,9
Pacto de recompra	4.181.103	2.993.210	2.259.542	2.268.423	2.834.777	25,0
Simultáneas	6.690.937	7.347.798	5.094.228	5.600.001	6.364.868	13,7
<b>Deuda CCAA y otras instituciones públicas</b>	<b>31.903</b>	<b>75.029</b>	<b>52.303</b>	<b>48.476</b>	<b>35.774</b>	<b>-26,2</b>
A vencimiento	11.564	33.473	17.538	29.008	32.440	11,8
Contado	7.268	28.621	15.223	25.906	24.902	-3,9
Plazo	4.296	4.852	2.315	3.102	7.538	143,0
Pacto de recompra	19.439	38.285	32.602	13.449	2.569	-80,9
Simultáneas	900	3.271	2.163	6.019	765	-87,3
<b>Total</b>	<b>18.584.073</b>	<b>20.371.117</b>	<b>14.425.644</b>	<b>15.113.111</b>	<b>17.231.794</b>	<b>14,0</b>

Fuente: Banco de España.

## Contratación de deuda pública en AIAF y bolsas

CUADRO 3.4

Importes en millones de euros

Por mercado	2010	2011	2012	2013	2014	% var. 14/13
<b>AIAF</b>	<b>52</b>	<b>7</b>	<b>92</b>	<b>177</b>	<b>264</b>	<b>49,5</b>
Letras del Tesoro	0	0	0	12	31	163,3
Bonos y obligaciones del Estado	0	0	0	144	213	47,8
Bonos y obligaciones CCAA	0	0	0	0	0	-
Bonos y obligaciones Corporaciones Locales	2	3	1	4	0	-100,0
Bonos y obligaciones entidades estatales	6	2	29	6	0	-100,0
Bonos y obligaciones otros organismos públicos	44	2	62	11	20	79,1
<b>Bolsas de valores</b>	<b>61.180</b>	<b>64.400</b>	<b>55.223</b>	<b>41.363</b>	<b>42.848</b>	<b>3,6</b>
Letras del Tesoro	34	19	18	12	0	-100,0
Bonos y obligaciones del Estado	297	865	1.171	102	0	-100,0
Bonos y obligaciones CCAA	59.958	62.196	52.820	40.100	42.048	4,9
Bonos y obligaciones Corporaciones Locales	163	267	136	51	0	-100,0
Bonos y obligaciones entidades estatales	727	1.054	1.079	1.099	800	-27,2
Bonos y obligaciones otros organismos públicos	0	0	0	0	0	-
<b>Total</b>	<b>61.284</b>	<b>64.413</b>	<b>55.407</b>	<b>41.716</b>	<b>43.376</b>	<b>4,0</b>

Fuente: CNMV.

## SENAF

El Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros (SENAF) es un sistema multilateral de negociación operado por BME que se dirige a inversores institucionales. Ofrece una plataforma electrónica para negociar deuda del Estado al contado, en repos y en operaciones simultáneas, así como algunos activos cotizados en AIAF. En 2014, el volumen negociado ascendió a 103.044 millones de euros, un 60,9% más que en 2013, año en el que se experimentó un incremento similar.

### 3.3 Renta fija privada

#### 3.3.1 Mercado primario

En 2014, las emisiones brutas de renta fija privada alcanzaron un importe de 187.368 millones de euros, cifra prácticamente idéntica a la del año anterior. Este importe recoge tanto las emisiones realizadas registradas en la CNMV como las realizadas en el exterior sin que se hayan registrado en esta institución.

El grueso de las emisiones tuvo su origen, como es habitual, en las instituciones financieras. Sin embargo, por tercer año consecutivo, el ritmo de cancelación de la deuda de las entidades financieras se mantuvo por encima del nivel de generación de la misma, lo cual se refleja en el saldo negativo de las emisiones netas durante el ejercicio (-148.138 millones de euros). La existencia de una brecha positiva entre los depósitos y los créditos bancarios y la disponibilidad de excedentes de valores para ser utilizados, en su caso, como garantía ante el Eurosistema, favorecieron una menor apelación de las entidades de crédito a los mercados de renta fija. Por el contrario, las emisiones brutas correspondientes a las empresas no financieras volvieron a experimentar un notable aumento, en concreto, un 28,1% (véase cuadro 3.1).

La distribución de plazos de la deuda emitida por las entidades españolas fue similar a la de 2013: el 70,5% fue deuda a largo plazo y el resto, deuda a corto plazo.

Las emisiones realizadas en España, registradas en la CNMV, ascendieron a 130.258 millones de euros, lo que supone una caída del 6,2% respecto a 2013. El 74,2% de este importe correspondió a instrumentos emitidos a largo plazo y la cantidad restante, a pagarés de empresa. Como se aprecia en el cuadro 3.5, los instrumentos de mayor peso en las emisiones a largo plazo fueron los bonos y obligaciones no convertibles (42,6%), los bonos de titulización (30%) y las cédulas hipotecarias (24,7%). De todos ellos, únicamente los primeros experimentaron un aumento significativo.

Las emisiones de bonos y obligaciones no convertibles totalizaron un importe de 41.155 millones de euros, lo que supone un aumento del 26,5% respecto al año anterior. Como se ha indicado, la SAREB, cuyas emisiones supusieron el 72,4% del total emitido en este segmento, jugó un papel destacado en este incremento: 29.800 millones de euros a lo largo del año, un 21,3% más que en 2013. Sin tener en cuenta las cifras de la SAREB, el importe correspondiente al resto de los emisores de bonos y obligaciones no convertibles fue de 11.357 millones de euros, un 42,5% más que en 2013. Cabe destacar la mayor presencia de emisiones de bonos estructurados, que alcanzaron un importe de 1.488 millones de euros, el doble que el año anterior. El ICO participó asimismo como suscriptor único en un elevado



número de colocaciones de emisiones de bonos y obligaciones no convertibles, por un importe total de 2.300 millones de euros (un 5,5% del total).

Por su parte, las emisiones de cédulas volvieron a descender por tercer año consecutivo: un 77,2% las cédulas territoriales, cuyo importe es muy reducido, y un 3,9% las hipotecarias. Al igual que ha ocurrido con los bonos de titulización, se ha reducido la demanda de este tipo de valores, utilizados de manera notable durante la crisis como instrumentos de garantía para obtener financiación del BCE por parte de las entidades financieras. Estas entidades han reducido sustancialmente su recurso a la financiación de esta institución. Al cierre del ejercicio, la deuda neta de las entidades españolas con el BCE se situaba en 141.338 millones de euros, lo que supone un descenso del 30% con respecto al año anterior.

Las emisiones de bonos de titulización se mantienen en niveles reducidos en comparación con los observados antes de la crisis y en los primeros años de la misma. Durante el pasado ejercicio aumentaron un 1,5% respecto a 2013. Si se desglosan estas emisiones atendiendo al tipo de activo titulado, se observa que las respaldadas por préstamos hipotecarios volvieron a cobrar protagonismo, concentrando el 59,7% de todos los bonos de titulización emitidos, seguidas de las titulaciones de préstamos a pymes, con un 30,2%, y, finalmente, las respaldadas por la deuda para la financiación del déficit eléctrico, que supusieron el 6,4% del total. Los anexos I.19 y I.20 ofrecen información adicional sobre las emisiones de bonos de titulización registradas en la CNMV. Al igual que en los últimos años, las entidades financieras cedentes retuvieron una parte sustancial de los bonos de titulización emitidos (el 79,9%), con la finalidad de utilizarlos, en su caso, como garantía en las operaciones de financiación con el BCE, aun cuando ahora se recurra en menor medida a estas operaciones.

Dentro del ámbito de la titulización hay que mencionar que en la segunda mitad de 2014 se registraron dos nuevos fondos de activos bancarios (FAB) promovidos por la SAREB<sup>1</sup>. Los bonos emitidos por estos fondos ascendieron a 101 millones de euros y fueron retenidos, inicialmente, por dicha entidad, aunque estaba previsto que parte de esos valores se transmitiese posteriormente a dos sociedades extranjeras especializadas en la adquisición de activos inmobiliarios.

Con respecto a los bonos y obligaciones convertibles, se registró una única emisión de bonos canjeables en acciones por 750 millones de euros. Por último, hay que señalar que en 2014 no se registró ninguna emisión de participaciones preferentes.

---

1 Los FAB son patrimonios separados, carentes de personalidad jurídica, integrados por activos y pasivos transferidos por la SAREB. Se trata de vehículos de inversión con un ventajoso régimen fiscal que solo pueden ser creados por la SAREB, cuyo objetivo es agrupar activos en función de los criterios que la propia SAREB determine (por ejemplo, naturaleza de activos o localización geográfica) para facilitar de ese modo su desinversión. La gestión de los FAB está restringida a gestoras de titulización registradas en la CNMV. La regulación básica de los FAB está contemplada en la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, así como en su reglamento de desarrollo, el Real Decreto 1559/2012, de 15 de noviembre, por el que se establece el régimen jurídico de las sociedades de gestión de activos.

## Emisiones brutas registradas en la CNMV: detalle por instrumentos

CUADRO 3.5

Importes nominales en millones de euros

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>A largo plazo</b>	<b>128.863</b>	<b>183.989</b>	<b>224.948</b>	<b>94.848</b>	<b>96.604</b>
Bonos y obligaciones no convertibles	24.356	18.692	86.442	32.537	41.155
De deuda subordinada	4.540	5.421	0	0	1.000
Bonos y obligaciones convertibles	968	7.126	3.563	803	750
Cédulas hipotecarias	34.378	67.227	102.170	24.800	23.838
Cédulas territoriales	5.900	22.334	8.974	8.115	1.853
Bonos de titulación	63.261	68.410	23.800	28.593	29.008
De activos (BTA)	63.261	66.310	23.800	28.593	29.008
Hipotecarios (BTH) <sup>1</sup>	0	2.100	0	0	0
Participaciones preferentes	0	200	0	0	0
Otras emisiones	0	0	0	0	0
<b>A corto plazo<sup>2</sup></b>	<b>97.586</b>	<b>103.501</b>	<b>132.882</b>	<b>43.991</b>	<b>33.654</b>
Pagarés de empresa	97.586	103.501	132.882	43.991	33.654
De titulación de activos	5.057	2.366	1.821	1.410	620
<b>Total</b>	<b>226.449</b>	<b>287.490</b>	<b>357.830</b>	<b>138.839</b>	<b>130.258</b>

Fuente: CNMV. (1) Emitidos por fondos de titulación hipotecaria. (2) Las cifras de emisión de pagarés corresponden a los importes colocados.

Por lo que se refiere al segmento de pagarés de empresa, las colocaciones correspondientes a las emisiones y programas de emisión registrados en la CNMV experimentaron una nueva reducción en 2014, concretamente del 23,5%. Desde el inicio de la crisis, con la excepción de los años 2011 y 2012<sup>2</sup>, el descenso de la actividad económica ha repercutido en una menor demanda de financiación a corto plazo por parte de las entidades financieras y de las grandes empresas no financieras, principales emisores del segmento. El aumento de la actividad económica observado en 2014 no ha sido todavía suficiente para reactivar la emisión.

Los anexos I.16, I.17 y I.18 ofrecen un mayor detalle de las emisiones de renta fija privada registradas en la CNMV.

En cuanto a las emisiones de valores en el exterior, estas crecieron sensiblemente en 2014, llegando a representar el 30,3% del total emitido por las empresas españolas a lo largo del año, frente al 25,6% del ejercicio anterior. En particular, las emisiones a corto plazo en mercados internacionales experimentaron un considerable aumento, el 60,1% (véase cuadro 3.6).

2 El transitorio repunte de 2011 y 2012 se explica, fundamentalmente, por las dificultades de las entidades financieras para obtener financiación durante ese periodo. En este contexto, las entidades utilizaron de forma más agresiva los pagarés de empresa, ofreciendo tipos de interés muy atractivos en comparación con otros activos financieros para captar recursos no solo entre los inversores tradicionales del segmento, sino también entre los clientes de su red minorista.

## Emisiones brutas de renta fija privada de emisores españoles en el exterior

CUADRO 3.6

Mercados y emisores  
Renta fija

Importes nominales en millones de euros

	2010	2011	2012	2013	2014	% var. 14/13
<b>A largo plazo</b>	<b>51.107</b>	<b>51.365</b>	<b>50.312</b>	<b>34.452</b>	<b>35.281</b>	<b>2,4</b>
Participaciones preferentes	0	0	0	1.653	5.602	238,9
Obligaciones subordinadas	0	242	307	750	3.000	300,0
Bonos y obligaciones	50.807	51.123	50.005	32.049	26.679	-16,8
Bonos de titulización	300	0	0	0	0	-
<b>A corto plazo</b>	<b>76.624</b>	<b>68.677</b>	<b>41.570</b>	<b>13.400</b>	<b>21.455</b>	<b>60,1</b>
Pagarés de empresa	76.624	68.677	41.570	13.400	21.455	60,1
De titulización de activos	248	322	11.590	0	0	-
<b>Total</b>	<b>127.731</b>	<b>120.043</b>	<b>91.882</b>	<b>47.852</b>	<b>56.736</b>	<b>18,6</b>

Fuente: Banco de España.

### 3.3.2 Mercado secundario

#### AIAF y Bolsas

España cuenta con dos mercados secundarios oficiales en los que se negocia renta fija privada: AIAF y las bolsas de valores. A finales de 2014, el saldo vivo de los valores de renta fija admitidos a negociación en ambos mercados ascendía a 584.873 millones de euros, lo que supone una disminución del 18,4% con respecto al año anterior. La contracción de los saldos vivos cotizados se debe, por una parte, al menor ritmo de emisión de valores de los últimos años, que no consigue compensar los vencimientos que se van produciendo y, por otra, a la amortización anticipada de algunos productos, como los bonos de titulización, que las entidades financieras ya no necesitan en sus estrategias de endeudamiento. Al cierre del ejercicio, el mercado de AIAF concentraba en torno al 99,4% del saldo vivo de los valores negociados. La distribución y la evolución del número de emisores y emisiones, así como el saldo vivo de los valores admitidos a negociación en cada uno de los mercados están recogidas en los cuadros 3.7 y 3.8, respectivamente.

El saldo vivo de los valores admitidos a negociación en AIAF a finales de 2014 era de 581.364 millones de euros, un importe sensiblemente inferior al del cierre del ejercicio anterior. Como se aprecia en el cuadro 3.7, el descenso afectó a todos los instrumentos de renta fija negociados, siendo particularmente destacado en términos absolutos en los bonos y obligaciones –en cuyo total se incluyen los bonos de titulización–, así como en las cédulas hipotecarias. En términos relativos, destaca el descenso de un 29,34% en el saldo vivo de los pagarés. Los bonos de titulización se mantuvieron como los valores con mayor peso relativo en el saldo vivo admitido a negociación (43,5%), seguidos por las cédulas hipotecarias (35,8%).

Por su parte, el saldo vivo de las emisiones de renta fija privada admitidas a negociación en las bolsas disminuyó un 57,8% a causa de los vencimientos producidos a lo largo del año. Como se aprecia en el cuadro 3.8, la totalidad del saldo bursátil corresponde a emisiones del sector financiero.

### Emisores, emisiones y saldo vivo de renta fija privada en AIAF

CUADRO 3.7

Importes nominales en millones de euros

	N.º de emisores		N.º de emisiones		Saldo vivo		% var. 14/13
	2013	2014	2013	2014	2013	2014	
Pagarés de empresa	30	9	1.130	456	28.816	20.362	-29,34
Bonos y obligaciones	454	423	1.721	1.931	401.827	327.443	-18,51
Bonos de titulización	341	329	1.188	1.120	269.177	253.045	-5,99
Cédulas hipotecarias	48	49	283	256	246.968	208.314	-15,65
Cédulas territoriales	12	9	39	34	29.794	24.671	-17,19
Bonos matador	9	9	10	9	695	574	-17,31
<b>Total</b>	<b>487</b>	<b>460</b>	<b>3.183</b>	<b>2.686</b>	<b>708.099</b>	<b>581.364</b>	<b>-17,90</b>

Fuente: AIAF y elaboración propia.

### Emisores, emisiones y saldo vivo de renta fija privada en bolsa

CUADRO 3.8

Importes nominales en millones de euros

	N.º de emisores		N.º de emisiones		Saldo vivo		% var. 14/13
	2013	2014	2013	2014	2013	2014	
Instituciones financieras	25	18	88	67	8.306	3.509	-57,8
Entidades de crédito	8	4	19	10	5.843	1.616	-72,3
Otras instituciones financieras <sup>1</sup>	17	14	69	57	2.463	1.893	-23,1
Sociedades no financieras	2	0	2	0	2	0	-100,0
Bolsa de Barcelona	25	18	86	65	8.048	3.508	-56,4
Bolsa de Bilbao	9	4	19	9	5.695	1.723	-69,8
Bolsa de Madrid	8	4	18	9	5.695	1.723	-69,8
Bolsa de Valencia	12	4	21	11	5.906	1.723	-70,8
<b>Total</b>	<b>27</b>	<b>18</b>	<b>90</b>	<b>67</b>	<b>8.308</b>	<b>3.509</b>	<b>-57,8</b>

Fuente: Bolsas de valores y elaboración propia. (1) Incluye al Banco Europeo de Inversiones y los fondos de titulización avalados por la Generalitat de Catalunya.

Los volúmenes negociados en AIAF y las bolsas alcanzaron un importe total de 1,12 billones de euros, un 20% menos que en 2013. Este importe se sitúa en un nivel similar al registrado antes de la crisis, concretamente en el año 2007. Casi la totalidad de lo negociado en ambos mercados, en concreto el 99,4%, correspondió al mercado AIAF, cuya contratación se redujo un 20% respecto al año anterior. La caída de la contratación afectó especialmente a los pagarés y a los bonos y obligaciones, para los que la contratación descendió un 56,6% y un 28,8%, respectivamente. Las operaciones con cédulas hipotecarias, por el contrario, aumentaron un 10%.

El 76,6% de la contratación del mercado AIAF correspondió a operaciones entre titulares de cuenta y el resto, a operaciones con terceros. Dentro de las operaciones por cuenta propia, los bonos y obligaciones se mantuvieron como los activos más utilizados, representando el 54,4% del total en este ámbito. En cuanto a los activos restantes, cabe destacar la contratación de cédulas hipotecarias, que aumentó un

6,43% con respecto al año anterior y acabó representando el 33,4% de toda la contratación por cuenta propia.

En cuanto al tipo de transacciones, las operaciones simultáneas fueron las más importantes dentro de la negociación por cuenta propia, concentrando el 61,9% del importe total negociado en el mercado. Al igual que en los últimos años, la mayor parte de este tipo de transacciones estuvo ligada a la utilización de instrumentos negociados en AIAF como garantía en las subastas del BCE y a las operaciones desarrolladas en el mercado por la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera. Las operaciones de esta última supusieron el 80,5% del importe total negociado en operaciones simultáneas realizadas con bonos de entidades financieras, aunque en conjunto su actividad se redujo en 432.378 millones de euros respecto a 2013.

### Contratación de renta fija privada en AIAF

CUADRO 3.9

Importes nominales en millones de euros

Por tipo de activo	2010	2011	2012	2013	2014	% var. 14/13
Pagarés	385.239	227.535	199.795	112.560	48.817	-56,6
Bonos y obligaciones	3.711.752	5.953.570	1.329.754	859.492	611.566	-28,8
Bonos de titulización	2.784.775	5.462.806	1.136.966	538.065	341.828	-36,5
Cédulas hipotecarias	271.442	662.177	994.071	341.674	376.273	10,1
Cédulas territoriales	14.458	544.781	595.600	86.759	82.023	-5,5
Bonos matador	176	116	443	97	21	-78,8
<b>Por tipo de operación</b>						
Simple	288.875	343.093	428.746	290.457	396.077	36,4
Repo	304.493	198.515	108.772	69.063	29.800	-56,9
Simultánea	3.789.698	6.846.571	2.582.145	1.041.061	692.822	-33,5
<b>Total</b>	<b>4.383.066</b>	<b>7.388.179</b>	<b>3.119.663</b>	<b>1.400.581</b>	<b>1.118.700</b>	<b>-20,1</b>

Fuente: AIAF y elaboración propia.

Por su parte, la negociación con terceros experimentó un descenso del 4,9%, lastrada por la menor contratación de pagarés y cédulas territoriales. Las transacciones con bonos de titulización y cédulas hipotecarias, por el contrario, aumentaron con respecto al año anterior, alcanzando un importe nominal de 92.560 y 90.348 millones de euros, respectivamente. El peso de este tipo de contratación continuó siendo reducido en el total negociado, concretamente el 23,4%, aunque este porcentaje supera el 19,7% anotado en 2013.

El Sistema Electrónico de Negociación de Deuda (SEND) es una plataforma electrónica para la negociación de deuda cotizada en AIAF orientada hacia los inversores minoristas. El importe negociado a través de esta plataforma se redujo durante el pasado ejercicio, al pasar de 2.621 millones de euros en 2013 a 1.886 millones de euros en 2014. Los bonos y obligaciones volvieron a ser los valores más contratados a través del SEND, alcanzando un importe equivalente al 90% del total.

Por último, la negociación de renta fija privada en las bolsas se mantuvo en niveles muy reducidos en comparación con AIAF, si bien aumentó un 29,8%, debido a las transacciones efectuadas con bonos de titulización. Al igual que en años anteriores, la Bolsa de Barcelona concentró la mayor parte de la operativa en este segmento de mercado.

## Contratación de renta fija privada en las bolsas

CUADRO 3.10

Importes nominales en millones de euros

	2010	2011	2012	2013	2014	% var. 14/13
Instituciones financieras	7.703	5.238	4.896	4.792	6.224	29,9
Entidades de crédito	228	208	712	1.743	849	-51,3
Otras instituciones financieras <sup>1</sup>	7.475	5.030	4.183	3.049	5.375	76,3
Sociedades no financieras	33	17	22	4	0	-99,8
Bolsa de Barcelona	7.165	4.912	3.477	4.057	5.437	34,0
Bolsa de Bilbao	5	2	3	4	1	-68,2
Bolsa de Madrid	480	291	1.079	401	142	-64,5
Bolsa de Valencia	86	58	359	335	644	92,2
<b>Total</b>	<b>7.735</b>	<b>5.256</b>	<b>4.918</b>	<b>4.796</b>	<b>6.224</b>	<b>29,8</b>

Fuente: Bolsas de valores y elaboración propia. (1) Incluye al Banco Europeo de Inversiones y los fondos de titulización avalados por la Generalitat de Catalunya.

### Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)

El MARF, cuya andadura se inició el 7 de octubre de 2013, es un sistema multilateral de negociación que se constituyó con el objetivo promover la utilización de la renta fija como instrumento de financiación de las empresas. Las emisiones admitidas en este mercado se dirigen a inversores institucionales.

Durante el pasado año se realizaron a través del MARF colocaciones por un importe nominal total de 489 millones de euros. Once de ellas correspondieron a bonos y obligaciones y fueron realizadas por siete entidades emisoras distintas, por un importe total de 278 millones de euros. En el segmento de los pagarés de empresa se produjeron 24 colocaciones, realizadas por cinco emisores distintos, que alcanzaron un importe de 211 millones de euros.

Durante el ejercicio se cruzaron operaciones de mercado secundario por un importe nominal de 1,6 millones de euros. A su cierre, 11 emisores mantenían emisiones en vigor admitidas en este mercado, con un saldo vivo total que ascendía a 500 millones de euros. Cabe reseñar, asimismo, la incorporación durante el año de 18 asesores registrados y 11 nuevos miembros del mercado.

En el recuadro 10.1 se ofrecen datos complementarios sobre la evolución de este mercado durante 2014, así como un resumen de las modificaciones en la regulación de los sistemas multilaterales de negociación contempladas en el Proyecto de Ley de fomento de la financiación empresarial.

## 4 Mercados de productos derivados

En este capítulo se revisa la evolución la actividad durante 2014 en los mercados organizados españoles de productos derivados: MEFF Exchange (derivados financieros y contratos sobre energía eléctrica), el mercado bursátil de *warrants* y certificados y el Mercado de Futuros sobre el Aceite de Oliva.

### 4.1 MEFF Exchange

#### 4.1.1 Derivados financieros

Según datos de la Futures Industry Association, en los mercados organizados de productos derivados financieros se negociaron durante el pasado ejercicio un total de 218.700 millones de contratos a escala mundial, un 1,5% más que en 2013. Sin embargo, en los grandes mercados europeos se registró un descenso de la contratación por segundo año consecutivo, como se aprecia en el cuadro 4.1, que podría reflejar, por lo menos en parte, una menor demanda de operaciones de cobertura debido a la reducción de la volatilidad en los mercados de contado (véase capítulo 1). En los mercados de EEUU, la contratación descendió un 11%, mientras que en la región de Asia y el Pacífico la negociación se incrementó en un 23,4%.

#### Negociación en los mercados de derivados financieros europeos

CUADRO 4.1

Miles de contratos

	2012	2013	2014	% var. 14/13
Eurex	2.291.465	2.190.727	2.097.974	-4,2
Intercontinental Exchange	2.425.271	2.558.489	2.276.171	-11,0
Nasdaq OMX	1.115.529	1.142.955	1.127.130	-1,4
MEFF	61.208	48.250	46.600	-3,4

Fuente: Eurex, Futures Industry Association, Intercontinental Exchange y CNMV.

MEFF Exchange también registró una caída en el número de contratos negociados, concretamente del -3,4%. Como se aprecia en el cuadro 4.2, el descenso se concentró de nuevo en los contratos de futuros sobre acciones individuales, mientras que el otro gran segmento de contratación de este mercado, el de productos sobre el Ibex 35, experimentó un crecimiento del 25%. La reducción de la actividad de los contratos de futuros y opciones sobre acciones individuales se ha observado también en mercados competidores de MEFF, especialmente en Intercontinental Exchange, que registró descensos aún mayores tanto en los mercados radicados en EEUU como en los de Europa.

La actividad en el segmento de la deuda pública –de escaso peso en el total negociado– experimentó un nuevo retroceso tras el repunte registrado en el año 2012 como

resultado de una menor volatilidad y una reducción en la prima de riesgo, lo que disminuye las necesidades de cobertura y limita las oportunidades de negociación.

### Negociación en MEFF Exchange<sup>1</sup>

CUADRO 4.2

Miles de contratos

	2011	2012	2013	2014	% var. 14/13
<b>Contratos s/ deuda</b>	<b>18</b>	<b>45.238</b>	<b>13.667</b>	<b>4.690</b>	<b>-65,7</b>
Futuro s/ bono a 10 años <sup>3</sup>	18	45.238	13.667	4.690	-65,7
<b>Contratos s/ Ibex 35</b>	<b>5.814.233</b>	<b>5.410.311</b>	<b>6.298.106</b>	<b>7.984.894</b>	<b>26,8</b>
Futuros s/ Ibex 35 <sup>2</sup>	5.594.337	4.989.706	5.780.863	7.252.898	25,5
Plus	5.281.218	4.745.067	5.578.607	6.924.068	24,1
Mini <sup>2</sup>	309.965	242.477	198.736	304.891	53,4
Impacto dividendo	3.154	2.162	3.520	23.939	580,1
Opciones s/ Ibex 35 <sup>2</sup>	219.897	420.606	517.243	731.996	41,5
<b>Contratos s/ acciones</b>	<b>56.989.129</b>	<b>55.753.236</b>	<b>41.938.920</b>	<b>38.611.291</b>	<b>-7,3</b>
Futuros s/ acciones	27.578.789	21.220.876	14.927.659	12.740.105	-14,7
Futuros s/ dividendos	-	25.000	66.650	236.151	254,3
Opciones s/ acciones	29.410.340	34.507.360	26.944.611	25.635.035	-4,9
<b>Total</b>	<b>62.803.380</b>	<b>61.208.785</b>	<b>48.250.693</b>	<b>46.600.875</b>	<b>-3,4</b>

Fuente: CNMV. (1) Las diferencias en el valor nominal de los distintos productos impide efectuar comparaciones entre ellos basadas en el número de contratos negociados; sin embargo, puede efectuarse un seguimiento de la evolución temporal de la contratación en cada tipo de producto. (2) En el caso del futuro Mini y de las opciones, el número de contratos negociados se computa dividido por diez para homogeneizar el tamaño individual del contrato con el del futuro Plus Ibex 35 (se tiene en cuenta que el multiplicador del índice utilizado para calcular el valor nominal del contrato es un euro en los dos primeros y diez euros en el segundo). (3) Hasta 2012 la negociación corresponde a MEFF Renta Fija.

Los volúmenes negociados siguieron pautas distintas a lo largo del año en los dos principales segmentos del mercado. Así, en el caso de los derivados sobre el Ibex 35, el número de contratos negociados siguió una trayectoria básicamente creciente desde el primer trimestre. En cambio, en el caso de la negociación de contratos sobre acciones, que también experimentó un severo descenso durante 2013, no se apreció una reacción similar, manteniéndose una tendencia decreciente hasta el cuarto trimestre del año, en el que se produjo un considerable crecimiento. Los datos del primer trimestre de 2015 confirman el vigor del segmento de productos sobre el Ibex 35.

La contratación de futuros y opciones sobre acciones individuales se concentró en un número reducido de subyacentes. Los cinco contratos de futuros sobre acciones con mayor actividad (Banco Santander, Telefónica, BBVA, Iberdrola y Repsol) supusieron más del 84% del total. Mayor aún es la concentración en las opciones sobre acciones, donde los contratos sobre los cinco valores anteriores suponen más del 91% total de la negociación. Dentro del segmento de contratos sobre acciones, cabe destacar también el aumento de la negociación en futuros sobre dividendos. Este instrumento se introdujo en el mercado en 2012 y desde entonces ha incrementado año tras año su volumen de actividad.

MEFF Exchange ofrece la negociación de un único derivado sobre deuda pública, el contrato sobre el bono a diez años. La actividad negociadora en este instrumento



venía siendo testimonial desde la adopción del euro, a principios de la pasada década. Sin embargo, el elevado nivel alcanzado por el diferencial de la deuda española propició una cierta reactivación de este contrato en 2012, aunque con volúmenes de contratación reducidos. En los dos últimos ejercicios, la caída del diferencial ha dado lugar a un retroceso de la contratación del producto al reducirse las necesidades de cobertura y su atractivo como instrumento de inversión.

### Novedades en el segmento de derivados financieros

La mayor novedad de 2014 en este segmento fue la autorización, en diciembre, de la modificación de las condiciones generales de los futuros sobre dividendos de acciones plus que, a partir del 27 de enero de 2015, pueden negociarse con un multiplicador de 25.000 acciones además del actual de 1.000 acciones.

Otra novedad destacada fue la introducción, en septiembre de 2014, de la funcionalidad de negociación de estrategias, que permite la compra y venta simultánea de varios contratos con diferentes vencimientos o precios de ejercicio mediante una única orden para un conjunto de estrategias de cobertura o inversión predeterminado. Esta funcionalidad se irá completando a lo largo del primer trimestre de 2015 con la inclusión de nuevas estrategias.

#### 4.1.2 MEFF Power

El volumen total registrado en este segmento disminuyó un 4,7% respecto a 2013, con 32,2 TWh frente a los 33,7 TWh del año anterior. En términos de efectivo, los contratos registrados se situaron en 1.450 millones de euros, frente a 1.680 millones del año previo.

Los volúmenes, que presentaron tasas de variación interanual positivas hasta mayo, comenzaron a reducirse desde ese momento. Esta caída hizo que, a partir de octubre, los volúmenes agregados se situaran por debajo de los de 2013.

El plazo en el que se ha registrado mayor volumen de energía ha sido el trimestral, con el 38% del total (similar al porcentaje de 2013), aunque los contratos con plazo de entrega diario siguen siendo los más negociados en cuanto a número de operaciones (47% del total del año frente al 37% de 2013).

La posición abierta se incrementó un 12,7% y cerró el año por encima de los 2,6 TWh, aunque la posición abierta media cayó desde los 3,6 TWh en 2013 a los 3,3 TWh en 2014. El 86% de la posición abierta al cierre del año se concentraba en los contratos trimestrales (50%) y mensuales (36%).

#### Novedades en MEFFPower

MEFF Exchange solicitó, en febrero de 2014, la autorización de las condiciones generales para la negociación en el mercado de los contratos sobre energía que estaban admitidos a compensación y liquidación en BME Clearing.

El objetivo de la solicitud era adaptarse a los cambios legislativos derivados del Reglamento EMIR<sup>1</sup>, permitiendo que las transacciones registradas en MEFFPower se considerasen operaciones realizadas en un mercado regulado con el fin de evitar que se tuvieran en cuenta en el cálculo para determinar si las entidades no financieras superan el umbral de compensación de 3.000 millones de euros en posición abierta en operaciones OTC sobre *commodities*.

A partir de la entrada en vigor de las nuevas condiciones generales, las operaciones acordadas entre miembros sobre contratos de MEFFPower se comunican como aplicación en el mercado regulado para su compensación inmediatamente posterior en BME Clearing, sin que exista un libro de órdenes propiamente dicho en este segmento.

Dado que los contratos son exactamente iguales que los previamente admitidos a registro en BME Clearing, los volúmenes de actividad se han calculado obviando si se registraron en esta entidad de contrapartida central hasta el 22 de junio o si corresponden a aplicaciones de mercado regulado a partir de esa fecha.

#### 4.1.3 Miembros del mercado

Con el inicio del registro de los contratos de energía en MEFF Exchange, los participantes en este segmento de la ECC tuvieron que darse de alta a su vez como participantes en el mercado. Este hecho es el que explica la mayor parte de las altas en cuanto al número de miembros que se muestra en el cuadro 4.3. Los 26 nuevos miembros negociadores por cuenta propia (cuatro de ellos, entidades que se han dado de alta como participantes en 2014) y seis de los miembros negociadores, corresponden al segmento de la energía. Por su parte, las cuatro bajas corresponden al segmento de los derivados financieros.

#### Número de miembros en MEFF Exchange

CUADRO 4.3

	31/12/2013	31/12/2014	Altas 2014	Bajas 2014
Negociadores	59	68	10	3
Negociadores por cuenta propia	14	37	26	1
<b>Total</b>	<b>73</b>	<b>105</b>	<b>36</b>	<b>4</b>

Fuente: MEFF Exchange y CNMV.

#### 4.2 Warrants y certificados

En 2014 se produjo una reducción en la actividad emisora del mercado de *warrants*, mientras que el de certificados se mantuvo inactivo como en el año anterior. En cuanto al mercado secundario, también descendió la actividad negociadora de ambos tipos de contratos. Como sucede con el resto de instrumentos derivados, la reducción de la incertidumbre y de la volatilidad en los mercados de acciones y deuda hizo disminuir las necesidades de cobertura y, con ellas, las cifras de negociación.

1 Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones.

## Emisiones

Seis entidades emitieron *warrants* en 2014, una menos que el año anterior. Como se indica en el cuadro 4.3, el número de emisiones aumentó de 8.347 en 2013 a 8.574 en 2014. Las primas satisfechas por los inversores se mantuvieron prácticamente iguales, alcanzando un importe de 3.644,2 millones de euros, un 0,6% más que el año anterior. Por subyacentes, disminuyen las emisiones sobre acciones y divisas, mientras que las de índices crecen.

Mercados y emisores  
Mercados de productos  
derivados

### Emisiones de *warrants* registradas en la CNMV

CUADRO 4.4

Importes en miles de euros

	Número					Importe de la prima	
	Emisores	Emisiones	Total	Acciones	Índices <sup>1</sup>	Divisas	Materias primas
2010	9	8.375	4.915.297	2.537.377	1.852.552	371.084	154.285
2011	9	9.237	5.544.579	3.211.742	1.786.793	228.172	317.873
2012	7	7.073	3.834.332	2.231.665	1.273.550	76.584	252.533
2013	7	8.347	3.621.169	2.211.777	1.122.621	141.402	145.369
2014	6	8.574	3.644.239	1.770.915	1.697.295	99.964	76.065

Fuente: CNMV. (1) Incluye cestas de valores y de índices.

Como se ha indicado, en 2014 no se registraron certificados en la CNMV. La última emisión registrada data de 2010 (véase cuadro 4.5).

### Emisiones de certificados registradas en la CNMV

CUADRO 4.5

Importes en miles de euros

	Número					Importe de la prima	
	Emisores	Emisiones	Total	Acciones	Índices <sup>1</sup>	Divisas	Materias primas
2010	1	1	10.136	0	0	0	10.136
2011	0	0	0	0	0	0	0
2012	0	0	0	0	0	0	0
2013	0	0	0	0	0	0	0
2014	0	0	0	0	0	0	0

Fuente: CNMV. (1) Incluye cestas de valores y de índices.

## Mercado secundario

La negociación de *warrants* en el mercado secundario aumentó un 8,6% después de seis años consecutivos en los que se había contraído de forma sustancial. Así, las primas totales pasaron de 752,7 millones de euros en 2013 a 817,7 millones en 2014. El incremento provino de los *warrants* sobre índices, donde el importe de las primas negociadas aumentó un 42,6%. En el resto de los activos subyacentes, dicho importe se redujo respecto al año anterior, como se aprecia en el cuadro 4.6.

## Contratación de *warrants* en el mercado continuo

CUADRO 4.6

Primas negociadas en miles de euros

	Primas negociadas por tipo de subyacente					Total
	N.º de emisiones	Índices <sup>1</sup>	Acciones	Divisas <sup>2</sup>	Materias primas	
2010	7.750	689.565	820.500	33.176	59.970	1.603.211
2011	8.328	518.219	751.968	34.096	245.916	1.550.200
2012	7.419	268.621	436.586	18.214	42.016	765.437
2013	7.299	255.411	465.674	15.415	16.213	752.713
2014	7.612	364.302	430.984	14.209	8.202	817.698

Fuente: CNMV. (1) Incluye cestas de valores y de índices. (2) Incluye los *warrants* sobre renta fija en los años en los que haya existido negociación.

Como se aprecia en el cuadro 4.7, la contratación de certificados aumentó en el año 2014 al pasar de 0,9 a 1,6 millones de euros, concentrándose la negociación exclusivamente en certificados sobre materias primas.

## Contratación de certificados en el mercado continuo

CUADRO 4.7

Primas negociadas en miles de euros

	Primas negociadas por tipo de subyacente					Total
	N.º de emisiones	Índices <sup>1</sup>	Acciones	Divisas	Materias primas	
2010	16	10.563	1.542	0	9.910	22.015
2011	13	3.856	240	0	87.960	92.055
2012	4	546,1	0	0	16.232	16.778
2013	2	0	0	0	966,3	966,3
2014	2	0	0	0	1.682,5	1.682,5

Fuente: CNMV. (1) Incluye cestas de valores y de índices.

## Novedades en el segmento de *warrants*, certificados y otros

En el ámbito de los desarrollos normativos, cabe destacar una nueva instrucción operativa que desarrolla la Circular de la Sociedad de Bolsas 1/2002, que regula la actuación de los especialistas en el segmento de negociación de *warrants*, certificados y otros productos. En esta instrucción se ha incorporado una previsión adicional para los supuestos en los que el especialista estime que el precio de un valor es inferior a 0,01 y en los que, por tanto, está exonerado de introducir posición de compra. En estas situaciones, la posición de venta introducida por el especialista no podrá ser superior a 0,02 euros.

También se fijaron los parámetros de presencia aplicables a los especialistas de las nuevas emisiones de *warrants stayhigh* y *staylow*. El diferencial máximo entre el mejor precio de compra y de venta del especialista se establece en función del tipo de activo subyacente, siendo de 0,15 euros para índices bursátiles y de 0,20 euros para acciones cotizadas.

### 4.3 Otros contratos financieros

En 2014 no se registraron en la CNMV emisiones de este tipo (contratos de compra-venta de opciones). La última emisión registrada data de 2010 (véase cuadro 4.8).

#### Emisiones de contratos de compraventa de opciones registradas en la CNMV

CUADRO 4.8

Importes en miles de euros

	Número					Importe de la prima	
	Emisores	Emisiones	Total	Acciones	Índices <sup>1</sup>	Materias primas	Tipos de Cambio
2010	1	7	64.000	47.000	17.000	0	0
2011	0	0	0	0	0	0	0
2012	0	0	0	0	0	0	0
2013	0	0	0	0	0	0	0
2014	0	0	0	0	0	0	0

Fuente: CNMV. (1) Incluye cestas de valores y de índices.

### 4.4 Mercado de Futuros sobre el Aceite de Oliva

Durante el año 2014, en el Mercado de Futuros sobre el Aceite de Oliva (MFAO) se negociaron 46.250 contratos, un 57,6% menos que en el año anterior. La negociación y la posición abierta fueron reduciéndose progresivamente a medida que iban quedando menos contratos abiertos, al transcurrir las sucesivas fechas de vencimiento. A pesar de ello, entre los meses de mayo y septiembre, el promedio diario de negociación se situó en niveles cercanos a los del año anterior como consecuencia de la evolución fuertemente alcista del precio del aceite. El número y distribución por categoría de los miembros del mercado se mantienen inalterados con respecto al año anterior.

#### Número de miembros en MFAO

CUADRO 4.9

	2013	2014
Liquidadores custodios	5	5
Liquidadores	3	3
Negociadores	2	2
Industriales	7	7
<b>Total</b>	<b>17</b>	<b>17</b>

Fuente: MFAO y CNMV.

#### Novedades en el mercado MFAO

El consejo de MFAO decidió el 31 de julio de 2013 que este mercado no se adaptaría para cumplir los requisitos exigidos por el Reglamento EMIR y que el vencimiento de septiembre de 2014 sería el último abierto a negociación. Como se indica en el capítulo 10, este acuerdo fue ratificado en septiembre por la junta general.

Posteriormente, la junta general ordinaria de accionistas, celebrada el 24 de abril de 2014, acordó ratificar un acuerdo de la comisión ejecutiva de la sociedad rectora sobre la apertura de un contrato de vencimiento en noviembre de 2014. La apertura del nuevo vencimiento se produjo, entre otros motivos, por la disminución de liquidez que se estaba produciendo y el interés de los participantes por abrir posiciones en ese vencimiento para afrontar la incertidumbre en relación con la siguiente campaña.

Una vez que el contrato de noviembre de 2014 alcanzó su fecha de vencimiento, cesó la actividad de negociación en este mercado.

## 5 Registro, contrapartida, compensación y liquidación

En este capítulo se da cuenta de las actividades relativas al registro, compensación y liquidación de valores, funciones que están encomendadas a la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, cuyo nombre comercial es Iberclear. Esta entidad desarrolla sus funciones en el ámbito nacional, tanto para los mercados bursátiles, como los de deuda pública y AIAF. También se da cuenta de la actividad desarrollada por BME Clearing, entidad que, como la anterior, pertenece al grupo BME y que actúa como entidad de contrapartida central en los segmentos de derivados financieros y derivados sobre energía eléctrica operados por MEFF Exchange, así como en el mercado de repos sobre deuda pública. Esta entidad fue habilitada para prestar este tipo de servicios en septiembre del pasado año.

### 5.1 Iberclear

A finales de 2014, Iberclear contaba con 167 entidades participantes, seis entidades menos que al finalizar 2013 (véase cuadro 5.1). El número de entidades participantes se redujo en tres en las bolsas y en una en Latibex. En el ámbito de la renta fija el número de entidades participantes en actividades de liquidación de deuda pública disminuyó en siete, mientras que aumentó en uno en AIAF.

#### Entidades participantes en Iberclear

CUADRO 5.1

	2013	2014
<b>Total Iberclear<sup>1</sup></b>	<b>173</b>	<b>167</b>
<b>Miembros de:</b>		
Bolsas	74	71
Latibex	63	62
AIAF	89	90
Deuda pública	141	134

Fuente: Iberclear. (1) El total es inferior a la suma del número de entidades participantes en las actividades de liquidación de los distintos mercados, debido a que hay entidades que prestan servicio en más de un mercado.

#### 5.1.1 Iberclear-CADE

Iberclear-CADE es la plataforma de compensación y liquidación de Iberclear en el ámbito de los valores cotizados en el mercado de deuda pública y en AIAF.

El número de emisiones registradas en esta plataforma al cierre del ejercicio ascendía a 3.170, un 12,2% menos que en la misma fecha del año anterior. El importe

nominal total descendió un 3,8%, aproximándose a los 1,5 billones de euros (véase cuadro 5.2). Descendiendo al detalle, el número de emisiones admitidas a negociación en el mercado AIAF disminuyó un 14,3% respecto a 2013, mientras que su importe nominal lo hizo en un 15,5%. En el mercado de deuda pública el número de emisiones aumentó un 5,1% y el importe nominal emitido, un 6,9%.

El 86,9% de las emisiones registradas estaban admitidas a negociación en el mercado AIAF y el resto, en el mercado de deuda pública. En cambio, atendiendo al importe nominal, el 58,2% del total correspondía a emisiones de deuda pública y el 41,8% restante, a emisiones cotizadas en AIAF.

### Iberclear-CADE. Actividad de registro

CUADRO 5.2

Importes en millones de euros

	Deuda pública		AIAF		Total		% var. 14/13
	2013	2014	2013	2014	2013	2014	
Número de emisiones	393	413	3.218	2.757	3.611	3.170	-12,2
Importe nominal	793.594	847.982	720.477	608.603	1.514.071	1.456.585	-3,8

Fuente: Iberclear.

Por lo que se refiere a la actividad de liquidación en 2014, cuyos datos se recogen en los cuadros 5.3 y 5.4, el número de operaciones liquidadas en el mercado AIAF descendió un 51,5%, si bien, en volumen nominal, la reducción fue del 5,0%. En tanto que, en lo referente a las operaciones, se produjeron descensos en todos los segmentos de liquidación de este mercado, salvo en los traspasos a vencimiento, en el comportamiento de los volúmenes liquidados se advierte una mayor diversidad. Destaca especialmente el contraste entre la evolución del número de operaciones y la de los volúmenes en el segmento de compras y ventas simples. Mientras que el primero disminuyó un 68,3% –debido principalmente al descenso de las operaciones realizadas sobre pagarés de empresa y participaciones preferentes–, el volumen nominal creció un 48,8%, sobre todo por las operaciones sobre cédulas hipotecarias.

### Iberclear-CADE. Número de operaciones liquidadas

CUADRO 5.3

	Deuda pública		AIAF		Total		% var.
	2013	2014	2013	2014	2013	2014	
Compras y ventas simples	617.386	726.600	1.221.820	386.708	1.839.206	1.113.308	-39,5
Repos y simultáneas	2.582.898	2.330.960	41.621	27.841	2.624.519	2.358.801	-10,1
Traspasos a vencimiento	499.598	638.863	306.601	318.997	806.199	957.860	18,8
Traspasos temporales	15.386	16.296	945	493	16.331	16.789	2,8
Transferencia de valores a vencimiento	681.172	788.799	76.466	64.426	757.638	853.228	12,6
Transferencia por garantías financieras	2.356	2.399	3.390	2.691	5.746	5.090	-11,4
<b>Total</b>	<b>4.398.796</b>	<b>4.503.917</b>	<b>1.650.843</b>	<b>801.159</b>	<b>6.049.639</b>	<b>5.305.076</b>	<b>-12,3</b>

Fuente: Iberclear.

En el ámbito del mercado de deuda pública, la actividad de liquidación experimentó un aumento en todos los segmentos tanto si se atiende al número de operaciones



como al importe liquidado, salvo en el de repos y simultáneas. El número de operaciones aumentó un 2,4% y el importe liquidado, un 13,2%.

**Mercados y emisores**  
Registro, contrapartida,  
compensación y liquidación

Considerando ambos mercados, el número total de operaciones liquidadas ha descendido un 12,3%, mientras que el importe liquidado se ha incrementado un 12,0%.

### Iberclear-CADE. Importe de las operaciones liquidadas<sup>1</sup>

CUADRO 5.4

Importes en millones de euros

	Deuda pública		AIAF		Total		% var.
	2013	2014	2013	2014	2013	2014	
Compras y ventas simples	5.997.395	8.212.660	318.506	473.936	6.315.901	8.686.596	37,5
Repos y simultáneas <sup>2</sup>	24.967.280	24.962.829	2.001.771	1.399.272	26.969.051	26.362.101	-2,2
Trasposos a vencimiento	6.527.745	8.339.278	719.824	1.029.918	7.247.569	9.369.196	29,3
Trasposos temporales	154.247	438.903	42.913	39.566	197.160	478.469	142,7
Transferencia de valores a vencimiento	10.475.872	12.556.526	399.586	343.517	10.875.458	12.900.043	18,6
Transferencia por garantías financieras	124.436	119.983	58.855	79.463	183.291	199.446	8,8
<b>Total</b>	<b>48.246.975</b>	<b>54.630.179</b>	<b>3.541.455</b>	<b>3.365.672</b>	<b>51.788.430</b>	<b>57.995.851</b>	<b>12,0</b>

Fuente: Iberclear. (1) Importe efectivo para compras y ventas simples y repos y simultáneas; importe nominal para trasposos y transferencias. (2) En las operaciones simultáneas se contabiliza tanto el importe de la compra como el de la venta realizada.

### 5.1.2 Iberclear-SCLV

Iberclear-SCLV es la plataforma de compensación y liquidación de valores de Iberclear en el ámbito bursátil.

Al finalizar el año había un total de 6.493 emisiones bursátiles registradas en Iberclear-SCLV, lo que supone un aumento del 9,4% respecto a la misma fecha del año anterior. Su valor nominal ascendía a 121.460 millones de euros, lo que representa una variación del 3,6% en relación con el ejercicio precedente. El incremento del número de emisiones bursátiles registradas se debe principalmente al aumento del número de emisiones de *warrants*.

### Iberclear-SCLV. Actividad de registro

CUADRO 5.5

Importes en millones de euros

	Bolsa			Latibex		
	2013	2014	% var.	2013	2014	% var.
Número de emisiones	5.934	6.493	9,4	30	30	0,0
Importe registrado <sup>1</sup>	117.199	121.460	3,6	130	205	57,9

Fuente: CNMV. (1) Importe nominal para bolsa y efectivo para Latibex.

Durante el ejercicio se liquidaron conjuntamente en las bolsas y Latibex un total de 44.474.014 operaciones por un valor efectivo de 1.763.971 millones de euros, lo que supone un aumento respecto al año anterior del 22,5% en el primer caso y del 25,2% en el segundo.

En términos generales, las variaciones, tanto en número de operaciones como en efectivo, fueron relevantes en comparación con el año anterior, como puede apreciarse en el cuadro 5.6. El segmento de liquidación más importante, el de las compraventas bursátiles, mostró el mayor dinamismo de la actividad bursátil (véase el capítulo 2). En este segmento, el número de operaciones aumentó un 22,6% y el volumen, un 25,2%.

En el ámbito de los traspasos de valores de un mismo titular entre distintas entidades se produjo una reducción significativa, del 56,6%, en los traspasos libres de pago; por el contrario, los traspasos contra pago experimentaron un incremento del 45,9%. Debe tenerse en cuenta que en 2013 el número de traspasos libres de pago fue muy elevado debido, principalmente, al traspaso de emisiones entre entidades motivado por la reestructuración del sistema financiero.

En cuanto a la liquidación de operaciones OTC, destaca el fuerte incremento de las operaciones contra pago efectuadas a través de entidades de contrapartida central (ECC) tanto en número de operaciones (49,6%) como, sobre todo, en relación con el efectivo (144,7%). En cambio, el número de operaciones OTC libres de pago a través de ECC se redujo significativamente, al pasar de 132.371 operaciones a 70.615. Esta reducción se debe a la publicación de la Instrucción 01/2014, de 3 de marzo, de la Sociedad de Sistemas, «Procedimiento de comunicación, liquidación y registro de operaciones al amparo del Título V del Reglamento de la Sociedad de Sistemas procedentes de una Entidad de Contrapartida Central», que limita el ámbito en el que las entidades pueden instrumentar las órdenes de entrega o recepción de valores libres de pago.

### Iberclear-SCLV. Operaciones liquidadas

CUADRO 5.6

Importes en millones de euros

	Bolsa				Latibex			
	N.º operaciones		Importe		N.º operaciones		Importe	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014
Compras y ventas	36.231.184	44.433.390	1.407.791	1.763.221	46.939	40.624	731	750
Ventas vencidas	32.701	51.965	3.613	6.773	1.180	2.030	19	59
Recompras	185	289	11	23	15	34	0,3	0,3
Traspasos l/p	821.708	356.313	-	-	370	493	-	-
Traspasos c/p	1.059.270	1.544.621	420.552	543.326	1.180	2.333	22	134
OTC c/p	12	2	159	0	-	-	-	-
OTC l/p	205	240	-	-	-	-	-	-
OTC ECC c/p	482.692	722.298	70.428	172.362	-	-	-	-
OTC ECC l/p	132.371	70.615	-	-	-	-	-	-
<b>Total</b>	<b>38.727.442</b>	<b>47.127.479</b>	<b>1.898.931</b>	<b>2.478.910</b>	<b>48.489</b>	<b>43.450</b>	<b>753</b>	<b>884</b>

Fuente: Iberclear. Traspasos l/p: traspasos libres de pago. Traspasos c/p: traspasos contra pago. OTC ECC: operaciones bilaterales a través de entidades de contrapartida central.

En 2014 se observó un cierto retroceso de los indicadores de eficiencia de la liquidación en Iberclear-SCLV. El importe de las ventas vencidas representó un 0,78% sobre el total liquidado, frente al 0,52% registrado en el año anterior. Por su parte, el

número de operaciones de venta no liquidadas en D+3 representó el 0,34% del total, frente al 0,26% de 2013. A pesar de ello, estos porcentajes siguen siendo reducidos, por lo que puede considerarse que la plataforma Iberclear-SCLV mantiene un elevado nivel de eficiencia.

### 5.1.3 Mejoras técnicas en los servicios

Durante el pasado ejercicio, Iberclear introdujo diversas mejoras técnicas en sus servicios que se resumen a continuación.

#### Iberclear-SCLV

##### **Circular de Iberclear 1/2014, de 29 de abril: Modificación de la Circular de la liquidación de efectivos**

Esta circular permite a Iberclear contratar cuentas, depósitos o cualquier otro producto financiero con el Banco de España o con entidades financieras de reconocida solvencia. El objetivo de estas cuentas es aportar liquidez ante una situación de impago de alguna entidad liquidadora<sup>1</sup>. Además, permite obtener mayor rentabilidad sobre los activos depositados.

#### Iberclear-CADE

##### **Circular de Iberclear 2/2014, de 28 de mayo: Procedimiento aplicable a las prendas de cuentas de valores reguladas en el último párrafo del apartado 2.b) de la disposición adicional sexta de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España**

El Real Decreto-ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero, modificó la redacción de la disposición adicional sexta de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España, con el fin de facilitar la gestión de las garantías que otorgan las entidades financieras a favor del Banco de España, del Banco Central Europeo o de otros bancos centrales nacionales de la Unión Europea.

El régimen jurídico de las prendas de cuentas de valores contenido en la Ley de Autonomía del Banco de España establece expresamente que, cuando se pignora una cuenta de valores, la aportación del objeto de la garantía y la constancia por escrito o de forma jurídicamente equivalente de dicha aportación que exige la citada ley se instrumentará mediante la anotación de la prenda en la cuenta pignorada. Además se dispone que, desde el momento en que se produzca la anotación, los valores que en cada momento figuren inscritos en la cuenta pignorada quedarán, por el mero hecho de tal inscripción, afectados de manera irrevocable y sin limitación alguna al

---

1 Inmediatamente después de manifestarse una situación de impago, Iberclear deberá ejecutar las fianzas aportadas por la entidad incumplidora y dar la orden de vender los valores necesarios hasta cubrir el importe impagado. La recuperación del adeudo realizado para concluir la liquidación multilateral se deberá efectuar con el importe de la venta de los valores, es decir, a los tres días de manifestarse la situación de impago. Mediante las fianzas aportadas por la entidad incumplidora, ejecutadas en el día del fallo, se compensarán las posibles diferencias de precio.

cumplimiento íntegro de las obligaciones garantizadas. Asimismo, el garante, a partir del momento de la anotación de la prenda, no podrá tampoco ordenar la transferencia de los valores sin el consentimiento previo del beneficiario de la prenda, salvo si las partes hubieran acordado lo contrario.

En esta circular, se establece el procedimiento aplicable a la anotación de prendas constituidas sobre cuentas propias de las entidades participantes abiertas en el sistema de compensación y liquidación, relativo a las operaciones realizadas en el mercado de deuda pública en anotaciones y en AIAF Mercado de Renta Fija a cargo de Iberclear.

### **Circular de Iberclear 3/2014, de 28 de mayo: Servicios de gestión automática de garantías para entidades participantes en el sistema de compensación y liquidación relativo a las operaciones realizadas en el mercado de deuda pública en anotaciones y en AIAF Mercado de Renta Fija**

En esta circular, que complementa la anterior, Iberclear establece un procedimiento para la prestación de un servicio de gestión automática de garantías (gestión de colateral) para la actividad de las entidades participantes en el sistema de compensación y liquidación relativo a las operaciones realizadas en el mercado de deuda pública en anotaciones y en AIAF Mercado de Renta Fija.

El servicio de gestión de colateral ofrecido por Iberclear permite a las entidades participantes delegar en esa entidad los procesos de selección y gestión de los valores aportados como garantía de una exposición de riesgo entre dos contrapartidas que contraten este servicio. Mediante este procedimiento, se facilita una reducción del coste y del riesgo operativo derivados de la asignación manual que actualmente realizan las propias entidades.

## **5.2 BME Clearing**

BME Clearing presta servicios de cámara de contrapartida central en tres segmentos: derivados financieros (BME Clearing Derivados Financieros), el mercado de repos (BME Clearing Repo) y el mercado de derivados sobre energía eléctrica (BME Clearing Power).

BME Clearing, S.A.U. solicitó a la CNMV en septiembre de 2013 su autorización como entidad de contrapartida central al amparo de lo estipulado en el Reglamento EMIR. Tras la evaluación de la documentación aportada por la entidad y la solicitud de sucesivas aclaraciones, en marzo de 2014 la CNMV determinó como completa dicha petición. Así pues, en abril de 2014, se constituyó un colegio de autoridades presidido por la CNMV, del que forman parte el Banco de España, ESMA y las autoridades financieras del Reino Unido y Francia.

La CNMV y el colegio de autoridades revisaron exhaustivamente la solicitud de BME Clearing y el modo en que se verificaba el cumplimiento de todos los requisitos establecidos en el reglamento europeo. Tras dicha revisión y contando con la opinión favorable del colegio de autoridades, BME Clearing fue ratificada como entidad habilitada para prestar servicios como entidad de contrapartida central en septiembre de 2014, siendo inscrita en el registro de ECC de ESMA.

Para cumplir con las disposiciones del EMIR, la entidad ha tenido que adaptar su reglamento interno y algunas de sus circulares, además de obtener la aprobación por

parte de la CNMV sobre la externalización de la función de auditoría interna en el Departamento de Auditoría Interna del Grupo BME.

A finales de diciembre, BME Clearing registró una solicitud para ampliar sus servicios de compensación a las permutas financieras de tipos de interés (*interest rate swaps*, IRS) y a las acciones. Estas ampliaciones se deben, por un lado, al previsible establecimiento de la obligación de compensación centralizada sobre los IRS y, en el caso de las acciones, a que el proceso de reforma del sistema español de compensación, liquidación y registro actualmente en curso prevé su compensación en ECC. La solicitud ha sido reenviada al colegio de autoridades para iniciar el proceso de autorización.

En el cuadro 5.7 puede consultarse la evolución del número de miembros activos en BME Clearing.

### Número de miembros en BME Clearing por segmento

CUADRO 5.7

	2013	2014
<b>Total segmento derivados financieros</b>	<b>73</b>	<b>75</b>
Compensadores generales	7	7
Compensadores individuales	35	35
No compensadores por cuenta propia	14	14
No compensadores	17	19
<b>Total segmento MeffPower</b>	<b>34</b>	<b>36</b>
<b>Total segmento MeffRepo</b>	<b>30</b>	<b>29</b>

Fuente: BME Clearing y CNMV.

#### 5.2.1 BME Clearing Repo

A diferencia de los otros dos segmentos de actividad de BME Clearing (BME Clearing Derivados Financieros y BME Clearing Power), en el segmento BME Clearing Repo la cámara no actúa como contrapartida central de instrumentos admitidos a negociación en MEFF Exchange, sino que lo hace para operaciones de repos sobre deuda pública.

El nominal registrado en este segmento, que superó ligeramente el billón de euros, se redujo un 19,6% respecto a 2013. Como viene produciéndose desde hace unos años, todo el volumen registrado correspondió a operaciones bilaterales, sin que se incorporaran a la cámara operaciones negociadas en plataformas electrónicas. Se registraron un total de 10.573 operaciones, lo que supuso una reducción de casi el 13% respecto al año anterior. El porcentaje de operaciones simultáneas registradas en la cámara respecto al total negociado disminuyó desde el 21,5% de 2013 al 19% en 2014. El máximo del año se alcanzó en diciembre, con un porcentaje del 27,6%, siendo superior en un punto porcentual al máximo del año anterior.

El importe nominal promedio por operación se situó en niveles próximos a 90 millones de euros durante casi todo el año, superándose ligeramente los 100 millones en los meses de enero, febrero, abril y diciembre. El plazo medio de las simultáneas fue de ocho días, sin alcanzar los diez días en ningún mes. También se redujo el riesgo medio registrado, aunque en la sesión del 24 de febrero se alcanzó un máximo histórico de 40.793 millones de euros.

## Evolución de la actividad en MEFFRepo

CUADRO 5.8

Importes en millones de euros

	2013	2014
Volumen nominal	1.258.180	1.011.385
Número de operaciones	12.099	10.560

Fuente: CNMV y BME Clearing.

### 5.3 Iniciativas europeas en el cambio de los servicios de registro, contrapartida, compensación y liquidación

Dentro de este apartado cabe destacar los avances en el despliegue de la plataforma de liquidación paneuropea de valores TARGET2-Securities (T2S) y en la implantación del Reglamento (UE) n.º 648/2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones (TR, por sus siglas en inglés).

#### TARGET2-Securities (T2S)

La CNMV participó durante 2014 en una preevaluación de TARGET2-Securities (T2S) basada en criterios desarrollados por el Sistema Europeo de Bancos Centrales y el antiguo Comité Europeo de Reguladores de Valores en mayo de 2009<sup>2</sup>. Este ejercicio se desarrolló en el seno del grupo encargado de coordinar las actividades de supervisión y vigilancia de los depositarios centrales de valores que participan en esta plataforma paneuropea T2S.

Por otro lado, en el ámbito nacional, las autoridades supervisoras han continuado prestando una especial atención al encaje de las modificaciones propuestas en la reforma del sistema español de compensación y liquidación con el modelo propuesto por T2S. Se pretende asegurar la compatibilidad de las medidas propuestas, de forma que estas faciliten la interoperabilidad del sistema de liquidación con los sistemas existentes en Europa<sup>3</sup>.

#### Avances en la implantación del Reglamento europeo sobre derivados OTC, ECC y registros de operaciones (EMIR)

Durante el año se continuó profundizando en la implantación de los requisitos del EMIR. Este reglamento, que entró en vigor el 16 de agosto de 2012, establece una serie de obligaciones relacionadas con la poscontratación de contratos de derivados OTC, en línea con el acuerdo del G20 de reformar el funcionamiento de este segmento del mercado financiero.

2 *Recommendations for Securities Settlement Systems and Recommendations for Central Counterparties in the European Union* ([https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/pr090623\\_escb-cesr\\_recommendationsen.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/pr090623_escb-cesr_recommendationsen.pdf)).

3 En el apartado 10.1.4 se ofrece un resumen de los principales avances durante el ejercicio del proceso de reforma del sistema de registro, compensación y liquidación en España.

Los principales avances se produjeron en las siguientes áreas:

- Registro de operaciones.

El 12 de febrero de 2014 entró en vigor la primera fase del proceso de cumplimiento de la obligación de notificar las operaciones a los TR, regulada por el artículo 9 del EMIR, iniciándose la actividad de estas entidades. Hasta la fecha, ESMA ha autorizado seis TR, entre ellos Regis-TR, entidad participada al 50% por Iberclear y Clearstream.

El reporte de operaciones exige la notificación de una serie de detalles relacionados con los contratos extrabursátiles de productos derivados, en particular, los datos identificativos de cada una de las partes intervinientes en estos. La normativa europea impone a cada contraparte el uso de un identificador único de identidad jurídica (LEI, por sus siglas en inglés) que debe ser emitido por una entidad adscrita al sistema global de LEI. En España, el 5 de marzo de 2014, el Registro Mercantil fue formalmente reconocido por el órgano responsable de la supervisión y el buen funcionamiento del sistema global LEI como entidad local habilitada para la emisión de dichos códigos, si bien, con el objetivo de facilitar el reporte puntual de contratos, el Registro comenzó a asignar códigos a entidades desde el 11 de febrero de 2014.

La segunda fase del proceso de cumplimiento de la obligación de reporte a los registros de operaciones entró en vigor el 11 de agosto de 2014. En esta fase, las contrapartes financieras y las no financieras por encima de unos determinados umbrales de actividad deben notificar, además, ciertos datos relacionados con el valor de sus contratos y de las garantías que hubiesen aportado a fin de mitigar el riesgo de contrapartida existente.

Desde la entrada en vigor de la obligación de reporte, tanto las autoridades nacionales como ESMA han tratado de guiar a la industria en el modo de complementar los requisitos establecidos en el EMIR. ESMA recopiló las cuestiones planteadas por los usuarios de derivados en un documento de preguntas y respuestas. Durante este proceso de interacción con los usuarios, las autoridades supervisoras percibieron la necesidad de conferir un carácter más vinculante a la orientación proporcionada. Con tal fin, en noviembre de 2014, ESMA sometió a consulta pública un borrador de propuesta de revisión de las normas técnicas que regulan el contenido de la información que debe notificarse a los registros de operaciones.

Además, las autoridades nacionales y ESMA han observado que la información reportada a los registros de operaciones no presenta en todos los casos el nivel de calidad deseable, de conformidad con lo establecido en el EMIR. Pese a ser conocedores de las dificultades que entraña para las entidades implantar los mecanismos necesarios para asegurar que este reporte se realiza correctamente, las autoridades supervisoras decidieron en octubre de 2014 aumentar el grado de exigencia de la calidad de la información reportada. Se requirió que los TR validasen el contenido de ciertos campos en los reportes, rechazando aquellos que no se hubiesen cumplimentado correctamente. De manera gradual, en 2015 se seguirá incrementando el nivel de precisión con que las entidades deben realizar sus notificaciones para que estas puedan ser aceptadas por los registros de operaciones.

- Introducción de obligaciones de compensación centralizada.

En línea con lo establecido por el artículo 5 del EMIR, a lo largo de 2014 las autoridades nacionales y ESMA han puesto en marcha varias iniciativas con la finalidad de establecer obligaciones de compensación centralizada en determinadas clases de contratos extrabursátiles. Estas iniciativas se han llevado a cabo en paralelo a la progresiva autorización, por parte de las autoridades nacionales, de entidades de contrapartida central en los términos previstos en el EMIR.

ESMA sometió a consulta pública el primer borrador del proyecto de normas técnicas en el que se propone el establecimiento de obligaciones de compensación en varios tipos de contratos derivados sobre tipos de interés: IRS, contratos a plazo OTC (*forwards*), *swaps* sobre bases y *swaps* sobre índices *overnight* (*overnight index swaps*, OIS).

Además, se sometieron a consulta pública otros dos proyectos de normas técnicas, en los que se proponía incluir en la lista de contratos que pudieran ser objeto de compensación obligatoria a través de ECC a ciertos CDS y a los *forwards* sobre divisas liquidados por diferencias.

El Consejo de Supervisores de ESMA aprobó en octubre de 2014 la remisión a la Comisión Europea del primer borrador de normas técnicas, el referido a contratos relacionados con los tipos de interés. La Comisión Europea comunicó en diciembre de 2014 su intención de adoptarlo con modificaciones. Una vez se realicen las actuaciones previstas en el artículo 10 del Reglamento (UE) n.º 1095/2010, del Parlamento Europeo y del Consejo, por el que se crea ESMA, relativo a la adopción de normas técnicas por la Comisión Europea, estas entrarán en vigor, constituyendo el primer grupo de obligaciones de compensación centralizada que se emiten en la UE.

La entrada en vigor de estas normas técnicas será escalonada a lo largo de un periodo de tres años. Se ha previsto la existencia de cuatro grupos de entidades, a las que en diferentes plazos se les requerirá compensar centralizadamente los contratos OTC que celebren. La primera clase corresponde, esencialmente, a las entidades que ya son miembros de alguna entidad de contrapartida central y que presten servicios en las clases de contratos determinadas como de compensación obligatoria. Para estas entidades, la obligación sería efectiva seis meses después de la entrada en vigor de las normas técnicas. La segunda categoría corresponde a aquellas entidades financieras cuya posición en derivados no compensados centralizadamente exceda de los 8.000 millones de euros. Para ellas, la obligación sería efectiva pasados 12 meses de la entrada en vigor de las normas técnicas. El resto de entidades financieras constituirá la tercera categoría, siendo efectiva la obligación de compensación pasados 18 meses de la entrada en vigor de las normas técnicas. Por último, para las entidades no financieras cuyo nivel de actividad superase los umbrales de compensación fijados de conformidad con el EMIR, la obligación de compensación les será exigible pasados tres años de la entrada en vigor de las normas técnicas.

- Directrices y recomendaciones de ESMA sobre la aplicación de los principios sobre las infraestructuras de mercados financieros de CPMI-IOSCO a las ECC establecidas en la UE.

ESMA emitió en septiembre de 2014 estas directrices, en las que se propone que las autoridades nacionales competentes, en el desempeño de las funciones



derivadas de la aplicación del EMIR, se aseguren de que las ECC cumplen con los principios elaborados conjuntamente por el Comité de Pagos e Infraestructuras de Mercado (*Committee on Payment and Settlement Systems*, CPMI) e IOSCO y de que operan de manera coherente con ellos.

La CNMV adoptó las directrices de ESMA en noviembre de 2014. Además, emitió un comunicado en el que ponía de relieve su compromiso de velar por la completa observancia de los estándares internacionales de CPMI-IOSCO por parte de las ECC establecidas en España. De esta forma se garantiza una plena convergencia de estas infraestructuras españolas con sus análogas en otras jurisdicciones y se establece un entorno más seguro para el desarrollo de sus actividades.

**Mercados y emisores**  
Registro, contrapartida,  
compensación y liquidación



### III Entidades financieras y servicios de inversión



La evolución de la inversión colectiva durante 2014 confirma que el sector se está recuperando del impacto negativo de la crisis financiera, que supuso un fuerte descenso en el patrimonio gestionado. La recuperación viene acompañada de un cambio significativo en la composición de la oferta de fondos. En particular, cabe destacar la recuperación de las categorías de renta fija y renta fija mixta, así como la confirmación del despegue de los fondos de gestión pasiva, en su gran mayoría fondos con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado. En cambio, siguen retrocediendo los fondos garantizados, que durante la crisis alcanzaron un peso notable en el sector. El aumento del patrimonio gestionado ha afectado tanto a los fondos de inversión como a las SICAV y se ha reflejado en una mejora significativa de los resultados de las sociedades gestoras.

### 6.1 Fondos de inversión (FI)

En línea con la tendencia expansiva iniciada en 2013, el patrimonio de los fondos de inversión se incrementó un 26,8% durante 2014, hasta alcanzar los 198.719 millones de euros. Este notable crecimiento fue consecuencia, especialmente, de las elevadas aportaciones de los inversores, al igual que en el ejercicio anterior. Así, las suscripciones netas del periodo supusieron el 85,1% de los 42.000 millones de euros, aproximadamente, en los que se incrementó el patrimonio, mientras que los rendimientos de la cartera aportaron el 14,9% restante.

El incremento patrimonial de los FI se concentró, sobre todo, en las categorías de renta fija y renta fija mixta, donde las nuevas aportaciones de los partícipes fueron particularmente intensas. En concreto, el patrimonio creció 15.272 millones de euros en el primer caso y en 16.176 millones en el segundo. En términos netos, las suscripciones contribuyeron a este aumento con 13.821 y 15.689 millones de euros, respectivamente. En el caso de los fondos de renta fija mixta, el patrimonio se ha triplicado respecto al año anterior.

También destaca el avance patrimonial en la categoría de gestión pasiva (7.322 millones de euros), integrada fundamentalmente por fondos con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado. Estos fondos habían registrado un incremento todavía mayor en 2013 (13.525 millones), alimentado en parte por la captación de partícipes que con anterioridad invertían en fondos garantizados.

El resto de categorías también experimentaron aumentos patrimoniales, a excepción de los fondos de renta variable y los fondos garantizados de renta variable y de renta fija. La pérdida patrimonial fue de 231 millones de euros en el primer caso, de 307 millones en el segundo y de 11.064 millones en el tercero. En los tres casos, la disminución se debió únicamente a los reembolsos, que alcanzaron una cuantía neta de 338, 652 y 11.762 millones de euros, respectivamente, ya que los rendimientos de la

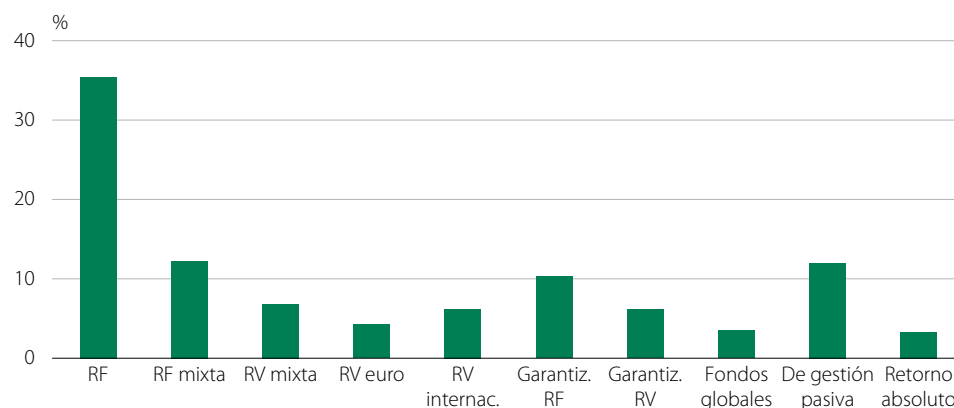
cartera fueron positivos (107, 344 y 697 millones de euros, respectivamente). Así pues, la evolución reciente del sector se está caracterizando tanto por un crecimiento en el patrimonio gestionado como por un cambio significativo en la composición de la oferta de fondos. Los de renta fija, que en los primeros años de la crisis experimentaron un fuerte retroceso, suponían al cierre del pasado ejercicio el 35,4% del patrimonio total, tres décimas más que el año anterior y 2,6 puntos porcentuales más que en 2012. Por su parte, los fondos de renta fija mixta pasaron del 5,2% en 2013 al 12,2% en 2014 (4,4% en 2012) y los fondos de gestión pasiva, del 10,5% al 12% (2,4% en 2012). En cambio, el peso relativo de los fondos garantizados de renta fija se redujo desde el 30% en 2012 hasta el 20,1% en 2013 y el 10,3% en 2014.

Aunque los inversores siguen mostrando una clara preferencia por las opciones conservadoras (fondos garantizados, renta fija y renta fija mixta), el peso relativo de estas categorías en el patrimonio total de los fondos se ha ido reduciendo en los últimos años desde el 82,1% en 2009, año en que alcanzó su máximo, hasta el 64,0% en 2014. El descenso se explica, principalmente, por la caída de las expectativas de rentabilidad de los activos en los que invierten muchos de los fondos más conservadores y por las activas políticas de comercialización de las entidades financieras para retener a sus clientes, ofreciéndoles otras alternativas en el marco de la inversión colectiva.

La rentabilidad agregada de los FI en 2014 se situó en el 3,67%, por debajo de la obtenida en los dos ejercicios anteriores (5,5% en 2012 y 6,5% en 2013) pero claramente superior a la observada en los primeros años de la crisis. La reducción se debió principalmente al comportamiento irregular de los mercados de renta variable a lo largo del año. Así, los fondos de renta variable euro fueron los que mostraron una mayor reducción de su rentabilidad, que pasó de situarse por encima del 28% en 2013 a descender hasta el 2,1% en 2014, siendo negativa en los dos últimos trimestres. Los fondos de gestión pasiva obtuvieron la mayor rentabilidad, en concreto el 7,7% (8,9% en 2013), seguidos por los de renta variable internacional, con el 6,6%, aunque en esta categoría la rentabilidad había sido del 20,3% en 2013 (véase anexo II.4).

### Fondos de inversión: distribución del patrimonio

GRÁFICO 6.1



Fuente: CNMV.

La distribución por activos del patrimonio agregado de los fondos de inversión muestra un significativo desplazamiento en favor de la cartera exterior, lo contrario de lo sucedido el año anterior. Como puede observarse en el cuadro 6.1, dicha cartera pasó de representar el 26,2% del patrimonio total en 2013 a alcanzar el 36,8% en

2014, mientras que la cartera interior se redujo del 69,1% al 57,7%. Ambas carteras aumentaron en términos absolutos, al igual que sus principales partidas. Dentro de la cartera exterior, el incremento más importante se produjo en los valores representativos de deuda, que pasaron de algo más de 20.000 millones de euros a más de 38.000, y en la inversión en otras IIC, que se incrementó en más de 11.000 millones de euros hasta alcanzar casi los 21.000. La partida de tesorería, que la regulación vigente exige que sea como mínimo del 3%, se incrementó desde el 4,5% del patrimonio a finales de 2013 al 5,5% al cierre de 2014.

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

CUADRO 6.1

Importes en millones de euros

	2013	%	2014	%	% var. 14/13
<b>Patrimonio</b>	<b>156.680</b>	<b>100,0</b>	<b>198.719</b>	<b>100,0</b>	<b>26,83</b>
<b>Cartera de inversiones financieras</b>	<b>149.343</b>	<b>95,3</b>	<b>187.694</b>	<b>94,5</b>	<b>25,68</b>
Cartera interior	108.313	69,1	114.645	57,7	5,85
Valores representativos de deuda	79.480	50,7	79.694	40,1	0,27
Instrumentos de patrimonio	5.367	3,4	8.448	4,3	57,39
Instituciones de inversión colectiva	4.498	2,9	6.065	3,1	34,84
Depósitos en EECC	18.444	11,8	19.927	10,0	8,04
Derivados	523	0,3	495	0,2	-5,28
Otros	0	0,0	14	0,0	-
Cartera exterior	41.030	26,2	73.048	36,8	78,04
Valores representativos de deuda	20.313	13,0	38.582	19,4	89,94
Instrumentos de patrimonio	11.034	7,0	13.043	6,6	18,20
Instituciones de inversión colectiva	9.286	5,9	20.864	10,5	124,68
Depósitos en EECC	46	0,0	243	0,1	433,55
Derivados	351	0,2	311	0,2	-11,48
Otros	0	0,0	5	0,0	-
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	1	0,0	1	0,0	0,00
<b>Tesorería</b>	<b>5.375</b>	<b>4,3</b>	<b>7.062</b>	<b>4,5</b>	<b>31,39</b>
<b>Neto deudores/acreedores</b>	<b>219</b>	<b>0,2</b>	<b>274</b>	<b>0,2</b>	<b>25,11</b>

Fuente: CNMV. (1) Excluidas las IIC de Inversión Libre (FIL y FIICIL).

Las sociedades gestoras, a pesar del buen comportamiento del patrimonio a lo largo de los dos últimos ejercicios, han continuado reduciendo el número de FI comercializados, aunque a un ritmo mucho menor que en años anteriores. Así, durante 2014 se produjeron 244 bajas, la mayoría debido a fusiones entre fondos pertenecientes a una misma gestora. El número de altas fue de 150, cifra similar a la de 2013 y muy superior a la observada durante los primeros años de la crisis. Así, al finalizar el año había registrados en la CNMV un total de 1.949 fondos, frente a los 2.043 de 2013 (véase cuadro 6.2). Como consecuencia de esta reducción y del aumento del patrimonio de los FI, el patrimonio medio por fondo se incrementó de forma sustancial durante el ejercicio, pasando de 76,7 millones de euros en 2013 a 101,9 millones en 2014.

Siguiendo la línea ascendente del patrimonio, el número de partícipes se incrementó un 26,9% a lo largo del año, hasta situarse por encima de los 6,4 millones (véase anexo II.1). Todas las categorías experimentaron un aumento en el número de par-

típicos, a excepción de los fondos garantizados, que mostraron una reducción de 384.000 (333.000 los garantizados de renta fija y 51.000 los de renta variable). Por su parte, los que mostraron un mayor crecimiento fueron los fondos de renta fija y renta fija mixta, con 434.000 y 362.000 partícipes más, respectivamente. Del total de partícipes en los FI, el 97,3% eran personas físicas, que concentraban el 80,2% del patrimonio total, ambos porcentajes muy similares a los de 2013. El patrimonio medio por partícipe apenas experimentó variación, manteniéndose ligeramente por encima de los 31.000 euros.

### Altas y bajas en el registro de entidades en 2014

CUADRO 6.2

Tipo de entidad	Entidades			Entidades
	registradas a 31/12/13	Altas	Bajas	registradas a 31/12/14
<b>Total IIC de carácter financiero</b>	<b>5.129</b>	<b>395</b>	<b>292</b>	<b>5.232</b>
Fondos de inversión	2.043	150	244	1.949
Sociedades de inversión	3.035	234	41	3.228
IIC de IIC de inversión libre	22	0	4	18
IIC de inversión libre	29	11	3	37
<b>Total IIC inmobiliarias</b>	<b>16</b>	<b>1</b>	<b>6</b>	<b>11</b>
Fondos de inversión inmobiliaria	6	0	2	4
Sociedades de inversión inmobiliaria	10	1	4	7
<b>Total IIC extranjeras comercializadas en España</b>	<b>780</b>	<b>80</b>	<b>57</b>	<b>805</b>
Fondos extranjeros	408	36	40	405
Sociedades extranjeras	372	44	17	400
<b>SGIC</b>	<b>96</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>96</b>
<b>Depositarios</b>	<b>77</b>	<b>1</b>	<b>8</b>	<b>70</b>

Fuente: CNMV.

## 6.2 Sociedades de inversión (SICAV)

El número de sociedades de inversión de carácter financiero (SICAV) registradas en la CNMV volvió a aumentar a lo largo de 2014, hasta alcanzar la cifra de 3.228, lo que supone un crecimiento del 6%. Al cierre de 2014, se contabilizaban 450.211 accionistas en SICAV, un 9% más que en el año anterior. Prácticamente todas las SICAV cotizaban en el Mercado Alternativo Bursátil.

El patrimonio de las SICAV se incrementó en un 14%, alcanzando los 31.487 millones de euros. Tanto el patrimonio medio por SICAV como el patrimonio medio por accionista crecieron de manera similar a lo largo del año, un 12%, hasta situarse en los 10,37 millones de euros y los 76.191 euros, respectivamente.

Como se aprecia el cuadro 6.3, también en el caso de las SICAV se advierte un desplazamiento de las inversiones en favor de la cartera exterior, que ha pasado a representar el 62% de sus inversiones financieras, 6,6 puntos porcentuales más que el año anterior. Se produjeron importantes crecimientos en los principales productos de inversión; los valores representativos de deuda tuvieron la mayor variación interanual (49,1%) y las inversiones en otras IIC, la mayor en términos absolutos: 1.664 millones de euros. Los instrumentos de patrimonio de empresas extranjeras se



convirtieron en el principal producto financiero por volumen, con un peso específico del 21% en el conjunto de la cartera de inversión de las SICAV. La cartera interior, por el contrario, sufrió un retroceso del 8,7%, motivado por las desinversiones en instrumentos de deuda nacionales y la cancelación de depósitos en entidades de crédito: 1.664 millones de euros en total. Por su parte, el volumen de los instrumentos de patrimonio y el de las inversiones en IIC aumentaron un 10,6% y un 26,3%, respectivamente, aunque fue insuficiente para compensar la disminución de las partidas anteriores. En cuanto a la tesorería, su saldo al cierre del ejercicio se situó en el 7% del patrimonio total, lo que supone un nuevo incremento con respecto a la misma cifra del año anterior.

### Distribución del patrimonio de las sociedades de inversión

CUADRO 6.3

Importes en millones de euros

	2013	%	2014	%	% var. 14/13
<b>Patrimonio</b>	<b>27.621</b>	<b>100,0</b>	<b>31.487</b>	<b>100,0</b>	<b>14,0</b>
<b>Cartera de inversiones financieras</b>	<b>26.106</b>	<b>94,5</b>	<b>29.081</b>	<b>92,4</b>	<b>11,4</b>
Cartera interior	12.119	43,9	11.064	35,1	-8,7
Valores representativos de deuda	6.304	22,8	5.116	16,2	-18,8
Instrumentos de patrimonio	3.006	10,9	3.324	10,6	10,6
Instituciones de inversión colectiva	1.135	4,1	1.433	4,6	26,3
Depósitos en EECC	1.645	6,0	1.169	3,7	-28,9
Derivados	1	0,0	-11	0,0	-1.200,0
Otros	27	0,1	32	0,1	18,5
Cartera exterior	13.985	50,6	18.015	57,2	28,8
Valores representativos de deuda	2.614	9,5	3.897	12,4	49,1
Instrumentos de patrimonio	5.086	18,4	6.228	19,8	22,5
Instituciones de inversión colectiva	6.120	22,2	7.784	24,7	27,2
Depósitos en EECC	5	0,0	2	0,0	-60,0
Derivados	153	0,6	94	0,3	-38,6
Otros	8	0,0	10	0,0	25,0
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	2	0,0	2	0,0	0,0
<b>Inmovilizado intangible</b>	<b>0</b>	<b>0,0</b>	<b>0</b>	<b>0,0</b>	<b>-</b>
<b>Inmovilizado material</b>	<b>0</b>	<b>0,0</b>	<b>0</b>	<b>0,0</b>	<b>-</b>
<b>Tesorería</b>	<b>1.302</b>	<b>4,7</b>	<b>2.198</b>	<b>7,0</b>	<b>68,8</b>
<b>Neto deudores/acreedores</b>	<b>213</b>	<b>0,8</b>	<b>209</b>	<b>0,7</b>	<b>-1,9</b>
<b>Pro memoria: n.º accionistas</b>	<b>413.264</b>		<b>450.211</b>		<b>8,9</b>

Fuente: CNMV.

### 6.3 IIC de inversión libre

Las IIC de inversión libre tienen un peso reducido en la industria de la inversión colectiva española puesto que representan menos del 1% del patrimonio total. Este segmento de la inversión colectiva está formado por dos tipos de vehículos: los que realizan la inversión libre de forma directa y los que la realizan a través de otras IIC de inversión libre. En ambos casos los vehículos pueden ser fondos o sociedades. El patrimonio agregado de todos ellos registró un incremento a lo largo de 2014 del

21,1%, situándose en los 1.681 millones de euros. Este aumento se debió al importante avance de las IIC de inversión libre, cuyo patrimonio ascendía a 1.336 millones de euros a finales de año, después de haber crecido un 28,8%. El patrimonio de las IIC de IIC de inversión libre, por su parte, se redujo un 1,4%, hasta alcanzar los 345 millones de euros. Al finalizar el ejercicio, los fondos de inversión libre representaban el 72,9% del patrimonio total del segmento, mientras que los fondos de IIC de inversión libre suponían el 5,7%. Las fórmulas societarias en su conjunto concentraron el 21,4% restante (véanse anexos II.1 y II.4).

El rendimiento de la cartera fue positivo para ambos tipos de vehículos, con una rentabilidad del 5,3% en el caso de las IIC de inversión libre, y del 8,5% para las IIC de IIC de inversión libre. El número de partícipes, por su parte, se incrementó un 2,1%, hasta situarse en 5.553. Este avance se debió únicamente a las IIC de inversión libre, que experimentaron un crecimiento del 16,7%, hasta los 2.819 partícipes. Por el contrario, las IIC de IIC de inversión libre vieron cómo el número de partícipes disminuía un 9,5%.

El número total de estos vehículos registrados en la CNMV aumentó respecto al ejercicio anterior, pasando de 51 a 55 tras producirse 11 altas y 7 bajas (véase cuadro 6.2). Las 11 altas correspondieron todas a IIC de inversión libre, mientras que de las siete bajas, cuatro fueron IIC de IIC de inversión libre y tres, IIC de inversión libre. A finales de año había 16 fondos que se hallaban en proceso de liquidación.

#### 6.4 IIC inmobiliarias

En 2014 se dieron de baja seis IIC inmobiliarias y tan solo se produjo el registro de una nueva entidad, por lo que el patrimonio conjunto de estas instituciones disminuyó de forma sustancial. En el caso de los fondos inmobiliarios, hubo dos bajas a finales de año, después de haberse producido en mayo sendas escisiones, con segregación parcial del patrimonio hacia fondos de carácter financiero. Antes, en febrero, otro fondo había acordado también su escisión, sin extinguirse todavía, con segregación, a un fondo de inversión financiero. Este fondo de inversión inmobiliaria se dio de baja en enero de 2015 para transformarse en una sociedad de inversión inmobiliaria<sup>1</sup>. En cuanto a las sociedades de inversión inmobiliaria, cuatro se dieron de baja y se produjo un alta.

Todos estos cambios, junto con la depreciación continuada de las carteras de activos de los fondos, se tradujeron en una drástica reducción del patrimonio agregado de los FII, concretamente un 88,6% respecto a 2013, situándose en los 420 millones de euros. Estos factores contribuyeron también a que la rentabilidad del año fuese negativa (-5,9%) y a que se produjera una reducción del 30,1% en el número de partícipes, que se situó en 4.021.

El número de SII a finales de 2014 era de siete, tres menos que en 2013, tras haberse producido un alta y cuatro bajas. Su patrimonio se redujo en un 5,5%, hasta alcanzar los 806,5 millones de euros, y el número de accionistas disminuyó un 17,4%, por lo que al final de 2014 había un total de 845.

---

1 A pesar de no haberse dado de baja hasta enero de 2015, el mencionado fondo ya no remitió estados a la CNMV en diciembre del año anterior, por lo que en la información referente al cierre de 2014 de los párrafos posteriores ya no se incluye este fondo.

Los datos anteriores ponen de manifiesto que la inversión colectiva hacia el sector inmobiliario se está canalizando a través de otras figuras de reciente creación, en particular, las SOCIMIS.

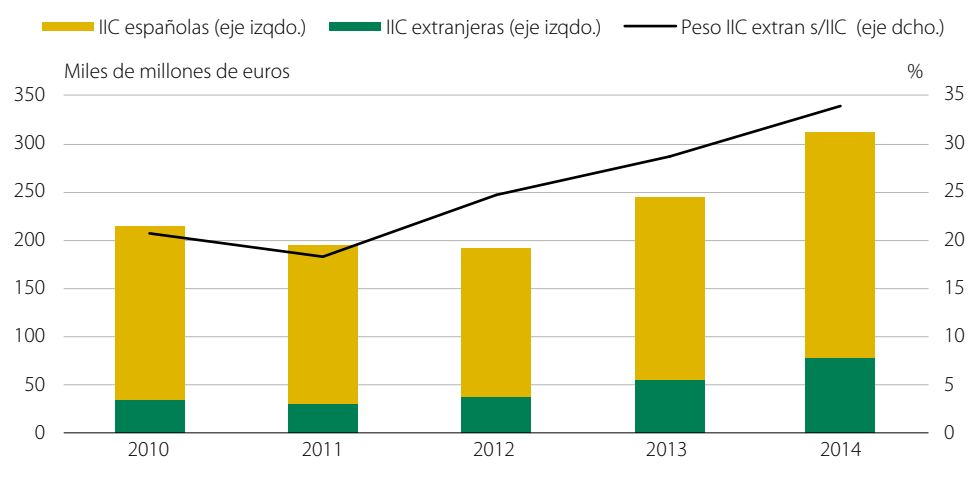
## 6.5 IIC extranjeras comercializadas en España

El volumen total de inversión de las IIC extranjeras comercializadas en España se incrementó por tercer año consecutivo, concretamente en un 44,2%. A finales de 2014, la inversión total en estas entidades ascendía a 78.904 millones de euros, un importe equivalente al 33,8% del patrimonio total de las IIC españolas, 5,1 puntos porcentuales más que en 2013 (véase gráfico 6.2).

Siguiendo la tendencia de los últimos años, creció el número de instituciones extranjeras registradas en la CNMV, que pasaron de 780 en 2013 a 805 en 2014. Del total de entidades registradas, 405 eran fondos (tres menos que el año anterior) y 400 sociedades (28 más que en 2013). La mayor parte de las altas correspondieron a vehículos procedentes de Luxemburgo e Irlanda (véase anexo II.5).

Patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España

GRÁFICO 6.2



Fuente: CNMV.

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

En diciembre de 2014 había un total de 96 SGIIC registradas en la CNMV, el mismo número que en 2013. Durante el año se produjeron dos bajas y dos altas (véase anexo II.6). Todo ello indica que el sector habría alcanzado cierta estabilidad, después de los movimientos que se produjeron a consecuencia del proceso de reestructuración acometido por el sistema financiero español en los últimos años. El patrimonio gestionado por las SGIIC aumentó considerablemente, un 50,7%, hasta alcanzar los 230.559 millones de euros. Este crecimiento se debe al buen comportamiento mostrado por los fondos de inversión a lo largo del año. El sector siguió mostrando una elevada concentración: las tres mayores gestoras mantenían una cuota conjunta del 41,6% del patrimonio gestionado total.

La evolución positiva de la inversión colectiva durante el año se ha reflejado en la cuenta de resultados de las SGIIC. Las comisiones de gestión de IIC, que suponen el

91% de las comisiones percibidas por las gestoras, aumentaron un 25,7%. En conjunto, las comisiones de gestión representaron algo menos del 1% del patrimonio gestionado, un porcentaje similar al registrado en los ejercicios anteriores. Como se aprecia en el cuadro 6.4, las comisiones satisfechas a otras entidades por la comercialización de productos también se incrementaron, aunque ello no impidió que el margen bruto agregado del sector se ampliara un 14,5%. Por su parte, los gastos generales crecieron a un ritmo superior al registrado el año anterior. No obstante, el resultado neto de explotación mejoró por segundo año consecutivo, aunque de manera más moderada (un 64,06% en 2013 frente al 20,47% de 2014). Finalmente, el beneficio agregado antes de impuestos se situó en 545 millones de euros, un 20,3% más que en 2013.

### Cuenta de pérdidas y ganancias de las SGIC

CUADRO 6.4

Importes en miles de euros

	2013	2014	Var. (%)
<b>Margen de intereses</b>	<b>22.359</b>	<b>13.223</b>	<b>-40,86</b>
Comisiones netas	690.000	888.250	28,73
Comisiones percibidas	1.729.079	2.196.841	27,05
Gestión de IIC	1.594.176	2.004.110	25,71
Suscripción y reembolso	29.941	46.389	54,93
Otras	104.962	146.343	39,42
Comisiones satisfechas	1.039.078	1.308.591	25,94
Resultado de inversiones financieras netas	61.213	7.197	-88,24
Rendimientos de instrumentos de capital	16.737	559	-96,66
Diferencias de cambio netas	-368	321	-
Otros productos y cargas de explotación netas	-916	-6.444	-603,49
<b>Margen bruto</b>	<b>789.025</b>	<b>903.107</b>	<b>14,46</b>
Gastos de explotación	323.062	351.357	8,76
Personal	201.103	219.934	9,36
Generales	121.959	131.423	7,76
Amortizaciones y otras dotaciones netas	15.066	8.800	-41,59
Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	288	105	-63,54
<b>Resultado neto de explotación</b>	<b>450.610</b>	<b>542.845</b>	<b>20,47</b>
Otras ganancias y pérdidas	2.381	2.097	-11,93
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>452.991</b>	<b>544.942</b>	<b>20,30</b>
Impuesto sobre beneficios	-114.917	-161.395	40,44
<b>Resultado de actividades continuadas</b>	<b>338.074</b>	<b>385.547</b>	<b>13,45</b>
Resultado de actividades interrumpidas	0	-542	-
<b>Resultado neto del ejercicio</b>	<b>338.084</b>	<b>384.089</b>	<b>13,61</b>

Fuente: CNMV.

El año finalizó con 14 entidades en pérdidas, tres más que en 2013. El valor agregado de las pérdidas también aumentó, situándose en los 2.828 millones de euros (véase cuadro 6.5).

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

CUADRO 6.5

Entidades financieras  
y servicios de inversión  
Inversión colectiva

Importes en miles de euros

	Resultados antes de impuestos	N.º entidades en pérdidas	Importe de las pérdidas
2010	293.545	34	20.235
2011	278.649	32	11.361
2012	286.014	28	10.164
2013	453.001	11	2.102
2014	545.484	14	2.828

Fuente: CNMV.

### 6.7 Depositarios de IIC

A finales de 2014, el número de depositarios de IIC registrados en la CNMV era de 70, siete menos que el año anterior, tras producirse un alta y ocho bajas. La mayoría de estas bajas tuvieron lugar en el contexto del proceso de reestructuración de las entidades de crédito.

Los grupos bancarios son los que mantienen un claro predominio en este sector, al tener depositado el 97,8% del patrimonio total de las IIC a finales de 2014. De este porcentaje, alrededor del 10% estaba depositado en sucursales de entidades financieras extranjeras, en su mayoría procedentes de Estados Miembros de la Unión Europea. El 2,2% restante estaba repartido entre cooperativas de crédito y sociedades de valores.



Durante 2014, las entidades que prestan servicios de inversión se beneficiaron del aumento de la actividad en los mercados de valores, confirmándose así la tendencia observada el año anterior. En el caso concreto de las sociedades y agencias de valores, los resultados del sector se incrementaron de manera notable, alcanzando la mejora a la mayoría de las entidades. Continuó reduciéndose el número de las que cerraron el ejercicio en pérdidas y, en su conjunto, el sector siguió gozando de un amplio margen de cobertura en relación con los recursos propios exigidos por la normativa. Cabe destacar, entre otros, la mejora en los ingresos por servicios de aseguramiento (en las sociedades de valores) y colocación de emisiones y por la comercialización de productos de inversión colectiva. En cambio, a pesar del aumento de los volúmenes mediados en los mercados secundarios, los ingresos procedentes de esta actividad experimentaron un ligero descenso, motivado por una reducción en los corretajes aplicados.

La mejora de la actividad alcanzó también a las sociedades gestoras de cartera y a las empresas de asesoramiento financiero. En ambos casos se produjo un sensible aumento en los patrimonios gestionados (en sociedades gestoras de cartera) o asesorados, así como en los resultados.

### 7.1 Entidades de crédito<sup>1</sup>

El número de entidades de crédito nacionales (bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito) registradas en la CNMV para la prestación de servicios de inversión ascendía a 136 (dos de ellas en liquidación) a finales de 2014, 11 menos que en 2013. Este descenso aún guarda relación con el proceso de reconversión y concentración del sector bancario. En cuanto a las entidades de crédito extranjeras en disposición de prestar servicios de inversión en España, su número total al cierre del ejercicio se situó en 462, una más que en 2013. De ellas, 400 entidades operaban en régimen de libre prestación de servicios y 62, a través de sucursales. Casi todas procedían de otros Estados Miembros de la Unión Europea (453 entidades).

El cuadro 7.1 muestra los ingresos conjuntos de las entidades de crédito por la prestación de servicios en valores y por la comercialización de fondos de inversión y otros productos financieros no bancarios. Como puede apreciarse, los ingresos por servicios en valores se incrementaron un 25,2% en 2014 respecto al año anterior. Por su parte, los ingresos procedentes de la comercialización de fondos de inversión aumentaron un 30,2%, en línea con el crecimiento de la inversión colectiva durante dicho periodo (véase capítulo 6). El peso conjunto de estos dos tipos de ingresos

---

1 Las entidades de crédito pueden prestar servicios de inversión siempre que su régimen jurídico, sus estatutos y su autorización específica las habilite para ello. La CNMV supervisa sus actividades en esta materia.

sobre el total percibido por comisiones se situó en el 23,6%, lo que supone 4,8 puntos porcentuales más que en 2013. Esto significa que este porcentaje comenzó a recuperar niveles parecidos a los de antes de la crisis (un 26,4% en 2007).

### Ingresos de las entidades de crédito (EECC) por la prestación de servicios en valores y comercialización de productos financieros no bancarios CUADRO 7.1

Importes en millones de euros

	2011	2012	2013	2014	% s/total comisiones
<b>Por servicios en valores</b>	<b>1.399</b>	<b>1.214</b>	<b>1.195</b>	<b>1.479</b>	<b>10,8</b>
Aseguramiento y colocación de valores	426	299	188	301	2,2
Compraventa de valores	398	366	391	477	3,5
Administración y custodia	509	479	531	583	4,2
Gestión de patrimonio	68	67	84	119	0,9
<b>Por comercialización de productos financieros no bancarios</b>	<b>3.064</b>	<b>2.927</b>	<b>3.263</b>	<b>3.689</b>	<b>26,9</b>
Fondos de inversión	1.228	1.157	1.353	1.762	12,8
Fondos de pensiones	462	453	468	482	3,5
Seguros	1.252	1.159	1.187	1.235	9,0
Otros	122	156	255	209	1,5
<b>Pro memoria:</b>					
Por servicios de valores y comercialización de fondos de inversión	2.627	2.371	2.548	3.241	23,6
Ingresos totales por comisiones	14.343	13.955	13.524	13.735	100,0

Fuente: Banco de España.

La comparación entre las comisiones percibidas por las entidades de crédito y por las empresas de servicios de inversión pone de manifiesto la preponderancia de las primeras en la prestación de servicios de inversión. Como se puede observar en el cuadro 7.2, las primeras superan a las segundas incluso en los servicios de tramitación o ejecución de órdenes de compraventa de valores, un segmento en el que las empresas de servicios de inversión han mantenido tradicionalmente una participación mayoritaria en las comisiones.

### Comisiones percibidas por servicios de inversión. 2014 CUADRO 7.2

Importes en millones de euros

	Sociedades y agencias de valores	Sociedades gestoras de cartera	Entidades de crédito (EECC)	Total	% EECC/total
<b>Total servicios de inversión</b>	<b>572</b>	<b>14</b>	<b>3.242</b>	<b>3.828</b>	<b>84,7</b>
Colocación y aseguramiento	25	–	301	326	92,3
Compraventa de valores	383	–	477	860	55,5
Gestión de patrimonios	34	14	119	167	71,3
Administración y custodia	23	–	583	606	96,2
Comercialización fondos de inversión	107	0	1.762	1.869	94,3

Fuente: CNMV y Banco de España.



## 7.2 Empresas de servicios de inversión<sup>2</sup>

### 7.2.1 Sociedades y agencias de valores

#### Autorización y registro

A finales de 2014, estaban registradas en la CNMV un total de 78 sociedades y agencias de valores, cuatro menos que en 2013. Hay que destacar que el sector se ha ido ajustando como consecuencia de la crisis. En 2008 había un total de 101 sociedades y agencias de valores.

Como se puede apreciar en el cuadro 7.3, durante el año se produjeron cuatro altas y ocho bajas. Todas las altas correspondieron a entidades independientes. Respecto a las bajas, cinco fueron de entidades independientes, dos de entidades pertenecientes a grupos financieros españoles y la restante, de un grupo del sector asegurador español (véase anexo II.8).

También se registraron durante el ejercicio varios cambios significativos en las participaciones de control del capital de las sociedades y agencias de valores. En concreto, se produjeron cinco cambios de control, dos de los cuales afectaron a sociedades de valores, dos a agencias de valores y uno a una sociedad gestora de cartera. Los adquirentes de las sociedades de valores y de la sociedad gestora de cartera fueron tres entidades de crédito nacionales. En el caso de las agencias de valores, la propiedad se traspasó a sociedades independientes (véase anexo II.9).

Como es habitual, solo un número reducido de sociedades y agencias de valores utilizan el pasaporte comunitario para operar en otros países de la Unión Europea mediante su presencia física. A finales de 2014, seis entidades mantenían sucursales en otros países (Reino Unido, Italia, Portugal y Suecia), es decir, una entidad más que en 2013. En cuanto a la modalidad de libre prestación de servicios, el número de entidades autorizadas al cierre del ejercicio era de 41, una más que en 2013. No hubo modificaciones respecto al año anterior en la lista de países en los que estas entidades prestan servicios (véase anexo II.10).

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

CUADRO 7.3

Tipo de entidad	Entidades a 31/12/13	Altas	Bajas	Entidades a 31/12/14
<b>Entidades nacionales</b>	<b>82</b>	<b>4</b>	<b>8</b>	<b>78</b>
Sociedades de valores	41	1	2	40
Agencias de valores	41	3	6	38
<b>Entidades extranjeras</b>	<b>2.655</b>	<b>215</b>	<b>203</b>	<b>2.667</b>
Con sucursal	38	5	4	39
En libre prestación de servicios	2.617	210	199	2.628
<b>Pro memoria:</b>				
Representantes	6.792	662	674	6.780

Fuente: CNMV.

2 De acuerdo con el artículo 64 de la Ley del Mercado de Valores, son empresas de servicios de inversión las sociedades de valores, las agencias de valores, las sociedades gestoras de cartera y las empresas de asesoramiento financiero.

Como se aprecia en el cuadro 7.3, 215 entidades autorizadas en otros Estados Miembros comunicaron a la CNMV su intención de comenzar a prestar servicios de inversión en España. Por su parte, el número de comunicaciones por abandono de actividad también fue significativo: 203 bajas. La mayoría de estas comunicaciones, tanto en altas como en bajas, correspondió a entidades acogidas al régimen de libre prestación de servicios, cuyo número aumentó a 2.628 frente a las 2.617 de 2013. Por su parte, el número de entidades extranjeras con sucursal pasó de 38 a 39. La mayoría de las nuevas entidades registradas estaban autorizadas en Chipre, mientras que la mayor parte de las entidades que se dieron de baja lo estaban en el Reino Unido (véase anexo II.7).

## Resultados

Las sociedades y agencias de valores obtuvieron en 2014 un resultado conjunto antes de impuestos de 300,5 millones de euros, un 40,5% más que el año anterior. El aumento fue mayor en las sociedades de valores (41,6%) que en las agencias de valores (28,8%). Gran parte del aumento de los beneficios de las primeras se originó en dos entidades: Santander Investment Bolsa, S.A. S.V. y Bestinver, S.V., que experimentaron fuertes aumentos en los resultados de su actividad por cuenta propia. Como es habitual, las sociedades de valores generaron la mayor parte del resultado antes de impuestos del sector, concretamente el 91,7%.

El aumento de los beneficios de las sociedades de valores se produjo, fundamentalmente, gracias a un notable incremento de los ingresos asociados a las actividades ordinarias de las entidades (margen bruto) y a un descenso en los gastos de explotación (-3,3%). Como se puede apreciar en el cuadro 7.4, el principal componente de los ingresos –las comisiones por prestación de servicios a terceros– aumentó un 11,9%. Este incremento se debió principalmente al crecimiento de las comisiones por colocación y aseguramiento de emisiones y por comercialización de IIC. El margen financiero y las comisiones por depósito y anotación de valores también contribuyeron, aunque de forma más modesta, al aumento del margen bruto. En el apartado negativo de los ingresos de las sociedades hay que destacar el descenso de un 13,3% en el resultado de las inversiones financieras.

Dentro de los ingresos por prestación de servicios a terceros, las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes continuaron siendo las más importantes. Estas comisiones, que experimentaron un descenso muy ligero en 2014, proceden, sobre todo, de la mediación en los mercados de renta variable nacional. Los volúmenes mediados en estos mercados han aumentado en el último ejercicio, lo que rompe la trayectoria decreciente registrada desde el inicio de la crisis. Por su parte, la comisión media por corretaje sufrió un descenso algo mayor que el aumento de volumen, lo que provocó que el ingreso por este concepto bajara de forma moderada (-1,5%) (véase gráfico 7.1).

En cuanto al resto de comisiones y como se ha comentado anteriormente, resulta particularmente significativo el aumento de las percibidas por colocación y aseguramiento de valores y por comercialización de fondos. También destaca, aunque en menor medida, el incremento de las percibidas por depósito y anotación de valores y gestión de carteras. Las comisiones satisfechas a otras entidades crecieron un 5,3% con respecto al año anterior, en línea con el aumento de la actividad en el sector. Los desembolsos por este concepto supusieron el 29,7% de las comisiones percibidas.

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

CUADRO 7.4

Entidades financieras  
y servicios de inversión  
Prestación de servicios  
de inversión

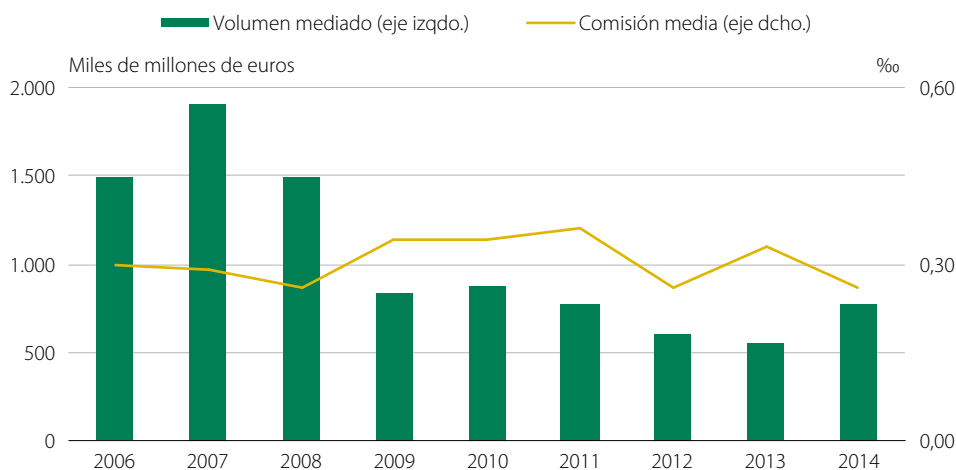
Importes en miles de euros

	2013	2014	% var. 14/13
<b>Margen financiero</b>	<b>67.334</b>	<b>74.177</b>	<b>10,2</b>
<b>Comisiones netas</b>	<b>387.217</b>	<b>445.317</b>	<b>15,0</b>
Comisiones percibidas	565.787	633.263	11,9
Tramitación y ejecución de órdenes	347.522	342.462	-1,5
Colocación y aseguramiento de emisiones	4.824	21.414	343,9
Depósito y anotación de valores	17.987	22.347	24,2
Comercialización de IIC	51.766	62.948	21,6
Gestión de carteras	15.581	21.046	35,1
Asesoramiento en materia de inversión	10.500	10.638	1,3
Otras	117.607	152.408	29,6
Comisiones satisfechas	178.570	187.946	5,3
<b>Resultado de inversiones financieras</b>	<b>256.110</b>	<b>222.077</b>	<b>-13,3</b>
Diferencias de cambio netas	-149.034	-110.808	25,6
Otros productos y cargas de explotación	10.566	14.383	36,1
<b>Margen bruto</b>	<b>572.193</b>	<b>645.146</b>	<b>12,7</b>
Gastos de explotación	384.641	372.003	-3,3
Personal	254.606	242.097	-4,9
Generales	130.035	129.906	-0,1
Amortizaciones y otras dotaciones	-609	6.197	-
Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	3.123	1.437	-54,0
<b>Resultado neto de explotación</b>	<b>185.038</b>	<b>265.509</b>	<b>43,5</b>
Otras ganancias y pérdidas	9.531	10.120	6,2
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>194.569</b>	<b>275.629</b>	<b>41,7</b>
Impuesto sobre beneficios	53.763	83.162	54,7
<b>Resultado de actividades continuadas</b>	<b>140.806</b>	<b>192.467</b>	<b>36,7</b>
<b>Resultado de actividades interrumpidas</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-</b>
<b>Resultado neto del ejercicio</b>	<b>140.806</b>	<b>192.467</b>	<b>36,7</b>

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

## Sociedades de valores miembros de bolsa: volumen mediado y comisión efectiva media en renta variable nacional

GRÁFICO 7.1



Fuente: CNMV.

Los gastos de explotación de las sociedades de valores disminuyeron un 3,3%. Este descenso sugiere que el sector continúa con el ajuste que ha venido realizando durante los últimos años para adaptarse a las condiciones de los mercados financieros. También decrecieron los gastos por amortizaciones y otras dotaciones, y las pérdidas netas por deterioro de activos financieros. La ampliación del margen bruto y la reducción de los gastos dieron lugar a un aumento del 43,5% del resultado de explotación, que pasó de 185,0 millones de euros en 2013 a 265,5 millones en 2014.

Como ha venido sucediendo de forma creciente en los últimos años, un reducido número de sociedades generó la mayor parte de los beneficios de este subsector. En concreto, cuatro sociedades de valores generaron el 62,4% del resultado agregado de todas las sociedades que obtuvieron beneficios. Otro hecho que destacar es que, en sintonía con la evolución de los resultados agregados del sector, una mayoría de sociedades, en concreto el 60%, aumentó sus beneficios en el ejercicio.

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

CUADRO 7.5

Importes en miles de euros

	Resultados antes de impuestos (total) <sup>1</sup>	N.º de entidades en pérdidas	Importe de las pérdidas antes de impuestos
<b>Sociedades de valores</b>			
2011	217.240	13	-22.193
2012	41.753	15	-147.679
2013	194.566	5	-6.502
2014	275.629	3	-4.623

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

La mejora de los resultados del sector se tradujo en una reducción del número de sociedades de valores que registraron pérdidas antes de impuestos, como se aprecia en el cuadro 7.5. Así, cerraron el ejercicio en esta situación tan solo tres sociedades (dos menos que el año anterior), de las que dos ya habían registrado pérdidas en 2013. De estas tres sociedades, dos son entidades independientes y la tercera pertenece a una entidad de crédito española. Asimismo, el importe acumulado de las pérdidas registró una disminución, al pasar de 6,5 millones de euros en 2013 a 4,6 millones de euros en 2014.

Las agencias de valores, a diferencia de las sociedades de valores, no pueden realizar actividades de inversión por cuenta propia, por lo que sus ingresos provienen casi exclusivamente de la prestación de servicios a terceros. Mientras que una parte de las agencias obtiene el grueso de sus ingresos de la tramitación y ejecución de órdenes, la mayoría de ellas ha tendido a especializarse en determinados servicios como la comercialización de IIC, la gestión de carteras y otros. Las entidades independientes predominan en este subsector (21 de un total de 38 agencias de valores), al contrario que en las sociedades de valores, que en su mayoría están controladas por un grupo financiero (solo ocho entidades de un total de 40 son independientes).

El resultado agregado antes de impuestos de las agencias de valores aumentó un 28,8%, hasta situarse en los 24,8 millones de euros. La mejora de los resultados se debe, en parte, al incremento de las comisiones netas por prestación de servicios de inversión,

que constituyen la principal fuente de ingresos del subsector. Además, también experimentaron un buen comportamiento los resultados de inversiones financieras, las diferencias de cambio netas y los ingresos por otros productos y cargas de explotación.

Las comisiones netas aumentaron, en concreto, un 9,3% con respecto al año anterior. El comportamiento de las comisiones percibidas fue positivo en todas las partidas, salvo para las comisiones por gestión de carteras. Así, las partidas más relevantes, como las de comercialización de IIC, tramitación y ejecución de órdenes y otras, lo hicieron en un 30,0%, un 3,9% y un 1,0%, hasta alcanzar importes de 46,5, 41,7 y 26,5 millones de euros, respectivamente. Las comisiones por comercialización pasaron a ser las de mayor cuantía durante este ejercicio. También es importante destacar el notable crecimiento de las comisiones por colocación y aseguramiento, que aumentaron un 72,4% hasta alcanzar los 8,1 millones de euros. En cuanto a las comisiones satisfechas a otras entidades, estas aumentaron un 30,5%. El buen comportamiento de las partidas de ingresos por servicios permitió que el margen bruto agregado de estas entidades creciese un 11,8%.

Entidades financieras  
y servicios de inversión  
Prestación de servicios  
de inversión

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

CUADRO 7.6

Importes en miles de euros

	2013	2014	% var. 14/13
<b>Margen financiero</b>	<b>1.799</b>	<b>1.119</b>	<b>-37,8</b>
<b>Comisiones netas</b>	<b>110.421</b>	<b>120.634</b>	<b>9,3</b>
Comisiones percibidas	130.737	147.137	12,5
Tramitación y ejecución de órdenes	40.196	41.745	3,9
Colocación y aseguramiento de emisiones	4.715	8.129	72,4
Depósito y anotación de valores	505	567	12,3
Comercialización de IIC	35.823	46.565	30,0
Gestión de carteras	16.267	15.062	-7,4
Asesoramiento en materia de inversión	5.707	7.260	27,2
Otras	27.524	27.809	1,0
Comisiones satisfechas	20.316	26.503	30,5
<b>Resultado de inversiones financieras</b>	<b>6</b>	<b>775</b>	<b>15.400,0</b>
Diferencias de cambio netas	-237	498	-
Otros productos y cargas de explotación	-1.396	604	-
<b>Margen bruto</b>	<b>110.593</b>	<b>123.626</b>	<b>11,8</b>
Gastos de explotación	89.725	96.616	7,7
Personal	56.040	60.036	7,1
Generales	33.685	36.580	8,6
Amortizaciones y otras dotaciones	2.419	2.630	8,7
Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	25	13	-48,0
<b>Resultado neto de explotación</b>	<b>18.424</b>	<b>24.366</b>	<b>32,3</b>
Otras ganancias y pérdidas	853	466	-45,4
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>19.277</b>	<b>24.832</b>	<b>28,8</b>
Impuesto sobre beneficios	4.954	4.910	-0,9
<b>Resultado de actividades continuadas</b>	<b>14.323</b>	<b>19.922</b>	<b>39,1</b>
<b>Resultado de actividades interrumpidas</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-</b>
<b>Resultado neto del ejercicio</b>	<b>14.323</b>	<b>19.922</b>	<b>39,1</b>

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

Los gastos de las agencias aumentaron un 7,7%, con respecto al año anterior. Asimismo, la principal partida, los gastos de explotación, creció un 7,7%, debido al ascenso de los gastos de personal y generales. La partida de amortizaciones y otras dotaciones también experimentó un incremento, concretamente un 8,7%. La evolución de ingresos y gastos ordinarios se tradujo en un resultado neto de explotación de 24,4 millones de euros, un 32,3% más que en 2013. Se debe reseñar, finalmente, la contribución positiva de la partida «Otras ganancias y pérdidas» al resultado antes de impuestos agregado, aunque su importe fuese inferior al del año anterior.

El 61,8% de las agencias que estaban registradas tanto a finales de 2013 como a finales de 2014 disfrutaron de un incremento en sus resultados antes de impuestos. Por su parte, el número de entidades en pérdidas disminuyó de ocho a cinco, si bien las pérdidas acumuladas aumentaron, al pasar de 1,5 millones en 2013 a 2,1 millones en 2014 (véase cuadro 7.7). Tres de las cinco agencias en pérdidas al cierre del ejercicio ya habían sufrido pérdidas el año anterior.

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

CUADRO 7.7

Importes en miles de euros

	Resultados antes de impuestos <sup>1</sup>	N.º de entidades en pérdidas	Importe de las pérdidas antes de impuestos
<b>Agencias de valores</b>			
2011	8.170	17	-4.465
2012	6.969	14	-7.593
2013	19.276	8	-1.588
2014	24.832	5	-2.111

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

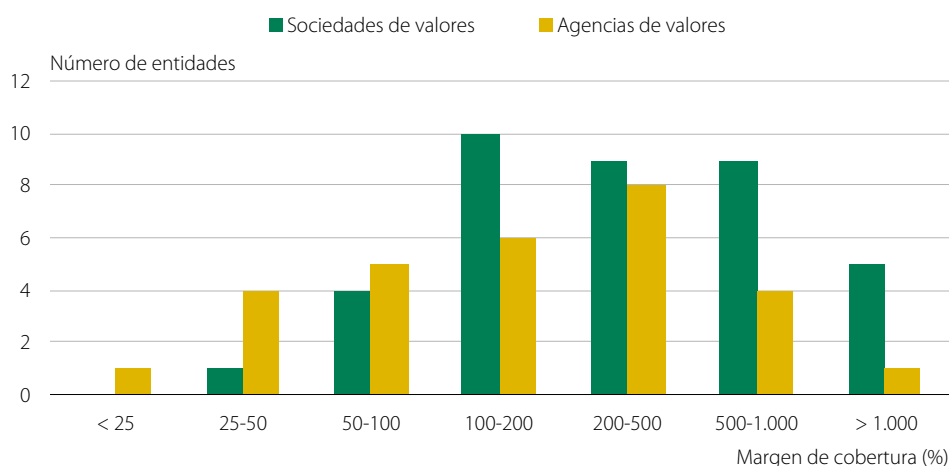
### Solvencia

Como es habitual, la solvencia del sector en su conjunto también se mantuvo en niveles elevados durante 2014. En concreto, a finales de año, el exceso de recursos propios del sector era 4,0 veces superior al volumen de recursos exigibles (3,4 veces en 2013). Este margen era, en general, mayor en las sociedades de valores que en las agencias de valores. Así, mientras que para las primeras el margen de cobertura agregado se situó en torno a 4,1, para las segundas se mantuvo en 2,1. En cuanto a la distribución de esta ratio, en el gráfico 7.2 se observa que a finales de 2014 la mayoría de sociedades de valores tenían un margen de cobertura sobre recursos propios exigibles superior al 200%. Las agencias de valores presentaban una mayor dispersión. Ninguna sociedad ni agencia de valores cerró el ejercicio con déficit de recursos propios.

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

GRÁFICO 7.2

Entidades financieras  
y servicios de inversión  
Prestación de servicios  
de inversión



Fuente: CNMV.

### 7.2.2 Sociedades gestoras de cartera

Al cierre de 2014, cinco sociedades gestoras de cartera (SGC) estaban registradas en la CNMV, el mismo número que en 2013. El patrimonio gestionado por las SGC se situó en 4.820 millones de euros, un 13,8% más que el año anterior. Los beneficios antes de impuestos de estas entidades ascendieron a 5,8 millones de euros, lo que supone un aumento del 64,5% con respecto al resultado de 2013. Este incremento refleja un incremento de los ingresos netos y un descenso sustancial de los gastos.

El aumento de los ingresos se produjo en las comisiones netas y se debió a la disminución en un 53,4% de las comisiones satisfechas a otras entidades. Este descenso compensó sobradamente el que se produjo en las comisiones percibidas y que se cifró en un 17,2%. Cabe destacar la caída de un 20,3% en las comisiones por gestión de carteras y de un 46,1% en las percibidas por asesoramiento en materia de inversión.

Los gastos también se redujeron. En concreto, los gastos de personal disminuyeron un 4,7% y los generales, un 22,1%. Como resultado de todo ello, el resultado neto de explotación se incrementó un 64,9%.

La evolución de los ingresos por comisiones, las comisiones satisfechas a otras entidades y los gastos de explotación sugieren que las entidades soportaron menores costes de sus proveedores y trasladaron parte de este descenso a sus clientes finales. Esto explica que, a pesar de que el patrimonio gestionado aumentase, las comisiones cargadas a sus clientes bajaran ostensiblemente (véanse cuadro 7.8 y gráfico 7.3).

Todas las SGC registraron beneficios al cierre del ejercicio 2014. Además, todas menos una experimentaron un aumento de sus beneficios con respecto a los obtenidos el año anterior.

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

CUADRO 7.8

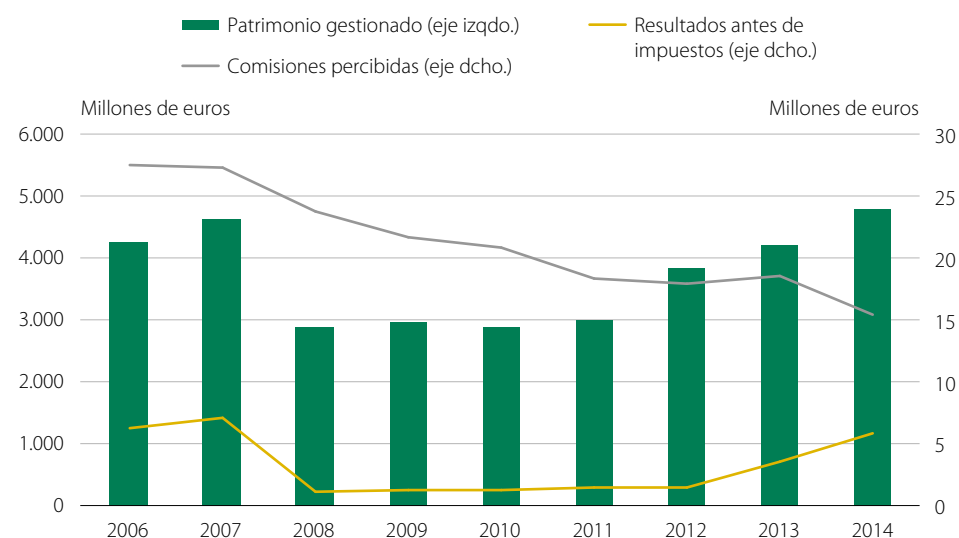
Importes en miles de euros

	2013	2014	% var. 14/13
<b>Margen financiero</b>	<b>667</b>	<b>574</b>	<b>-13,9</b>
<b>Comisiones netas</b>	<b>9.362</b>	<b>11.104</b>	<b>18,6</b>
Comisiones percibidas	18.603	15.411	-17,2
Comercialización de IIC	17.028	13.572	-20,3
Gestión de carteras	0	0	-
Asesoramiento en materia de inversión	1.575	849	-46,1
Otras	0	990	-
Comisiones satisfechas	9.241	4.307	-53,4
<b>Resultado de inversiones financieras</b>	<b>9</b>	<b>-5</b>	<b>-</b>
Diferencias de cambio netas	-24	131	-
Otros productos y cargas de explotación	-8	-369	-4.512,5
<b>Margen bruto</b>	<b>10.006</b>	<b>11.435</b>	<b>14,3</b>
Gastos de explotación	6.388	5.530	-13,4
Personal	3.182	3.032	-4,7
Generales	3.206	2.498	-22,1
Amortizaciones y otras dotaciones	64	45	-29,7
Pérdidas netas por deterioro de act. financieros	0	0	-
<b>Resultado neto de explotación</b>	<b>3.554</b>	<b>5.860</b>	<b>64,9</b>
Otras ganancias y pérdidas	9	0	-100,0
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>3.563</b>	<b>5.860</b>	<b>64,9</b>
Impuesto sobre beneficios	1.091	1.725	58,1
<b>Resultado de actividades continuadas</b>	<b>2.472</b>	<b>4.135</b>	<b>67,3</b>
<b>Resultado de actividades interrumpidas</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-</b>
<b>Resultado neto del ejercicio</b>	<b>2.472</b>	<b>4.135</b>	<b>67,3</b>

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

## Patrimonio gestionado, comisiones percibidas y resultados antes de impuestos de las SGC

GRÁFICO 7.3



Fuente: CNMV.



### 7.3 Empresas de asesoramiento financiero

Entidades financieras  
y servicios de inversión  
Prestación de servicios  
de inversión

Las empresas de asesoramiento financiero (EAFI) son un tipo de empresas de servicios de inversión cuya actividad se inició en 2009, al amparo de la trasposición a nuestro ordenamiento jurídico de la Directiva sobre los Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID). Estas entidades ofrecen a sus clientes el servicio de asesoramiento contemplado en dicha directiva.

Al cierre de 2014, el número de entidades de este tipo registradas en la CNMV ascendía a 143, lo que supone 17 entidades más que las registradas en 2013. Se produjeron 25 altas y nueve bajas, todas ellas de entidades independientes. El patrimonio asesorado ascendió a 21.391 millones de euros, lo que se traduce en un aumento del 21,3% con respecto al ejercicio anterior. Aunque el grueso de los contratos de asesoramiento suscritos correspondía a clientes minoristas (el 93,2% de un total de 4.639), estos contratos tan solo representaron el 26,7% del patrimonio asesorado. No obstante, en 2014 se volvió a registrar un aumento del patrimonio asesorado a minoristas (véase cuadro 7.9). Por último, cabe señalar que el beneficio conjunto de este tipo de entidades aumentó notablemente, al pasar de los 6,9 millones obtenidos en 2013 a los 12,0 millones de 2014.

#### EAFI: número de contratos y volumen del patrimonio asesorado

CUADRO 7.9

Importes en miles de euros

	2013	2014	% var. 14/13
<b>Número de contratos</b>			
Clientes minoristas	3.738	4.323	15,6
Clientes no minoristas	264	316	19,7
<b>Total</b>	<b>4.002</b>	<b>4.639</b>	<b>15,9</b>
<b>Patrimonio asesorado (miles de euros)</b>			
Clientes minoristas	4.991.653	5.719.292	14,6
Clientes no minoristas	12.638.428	15.672.218	24,0
<b>Total</b>	<b>17.630.081</b>	<b>21.391.510</b>	<b>21,3</b>

Fuente: CNMV.



Los datos del sector apuntan que, durante el pasado ejercicio, se produjo una significativa recuperación de la actividad en el capital-riesgo, protagonizada tanto por entidades extranjeras como nacionales. La mejora se reflejó en el registro de la CNMV, donde el número de altas de nuevas entidades fue el mayor desde 2008.

2014 también fue un año importante para el capital-riesgo español en el ámbito regulador. En efecto, el pasado 14 de noviembre entró en vigor la nueva Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras, que dotará al sector de un nuevo marco de actuación.

La nueva norma reforma el régimen de capital-riesgo actual en varios aspectos relevantes, como la simplificación del régimen de intervención administrativa, la creación de nuevos tipos de entidades y la flexibilización de los coeficientes de inversión obligatorios. Por otra parte, incorpora al derecho nacional la 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, al objeto de implementar la armonización de las condiciones de autorización, comercialización, normas de conducta y organización de estas entidades en Europa. En el recuadro 11.3 se ofrece una descripción más detallada de la nueva ley.

### 8.1 Entidades de capital-riesgo registradas en la CNMV

El año 2014 ha supuesto un cambio de tendencia en la actividad del sector del capital-riesgo tras seis años de recesión, que se ha reflejado en la evolución del número de entidades registradas. Así, durante el año pasado se inscribieron en la CNMV 30 nuevas entidades (incluidas entidades de capital-riesgo propiamente dichas y sociedades gestoras), 11 más que en 2013, lo que supone el mayor aumento desde 2008. Se registraron 20 bajas, cinco menos que el año anterior, en su mayoría por no cumplirse las expectativas formuladas por los promotores. Como se aprecia en el cuadro 8.1, el mayor número de altas se produjo entre fondos de capital-riesgo, mientras que en las bajas destacaron las sociedades de capital-riesgo. El número de entidades registradas al cierre del ejercicio era de 344, diez más que en 2013.

Un aspecto destacable es que, por primera vez desde 1999, año en el que la CNMV asumió las competencias en materia de capital-riesgo, el número de fondos supera el de sociedades de capital-riesgo.

## Altas y bajas en el registro de entidades durante 2014

CUADRO 8.1

Tipo de entidad	Entidades a 31/12/13	Altas	Bajas	Entidades a 31/12/14
Sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo	78	3	7	74
Sociedades de capital-riesgo	130	6	11	125
Fondos de capital-riesgo	126	21	2	145
<b>Total</b>	<b>334</b>	<b>30</b>	<b>20</b>	<b>344</b>

Fuente: CNMV.

En relación con las entidades de capital-riesgo registradas en la CNMV, deben significarse, asimismo, otros aspectos relevantes:

- La selección de 15 nuevos fondos de capital-riesgo en dos convocatorias efectuadas por el fondo de fondos Fond-Ico Global, promovido por el Instituto de Crédito Oficial (ICO). Este vehículo de inversión ha realizado durante el año dos nuevas subastas para seleccionar diversas entidades de capital-riesgo con la finalidad de coinvertir tanto en la modalidad de *private equity*, como en la modalidad de *venture capital*, lo que ha supuesto movilizar en 2014 un volumen de inversión superior a los 1.350 millones de euros, considerando también la aportación de los inversores privados.
- La inscripción de tres nuevas sociedades gestoras con objetivos de inversión muy heterogéneos entre ellas, como son la inversión en capital-riesgo de tipo mediano, la inversión en activos renovables en España con problemas operativos o de gestión, o las inversiones en compañías tecnológicas y del mundo digital en España con una visión global.

Las características más destacadas de las nuevas entidades registradas son las siguientes:

- Régimen legal: como ha venido ocurriendo desde la entrada en vigor de la Ley 25/2005, la mayor parte de las nuevas ECR (fondos y sociedades de capital-riesgo) se acoge al régimen simplificado (casi el 90% de los casos).
- Domicilio: la mayoría de las ECR y SGECR están domiciliadas en Madrid, con el 60%, y Barcelona, con el 30%.
- Política de inversión: las nuevas entidades se centran mayoritariamente en empresas de base tecnológica, si bien el sector de la salud también ocupa un lugar representativo. Las energías renovables han desaparecido prácticamente de las políticas de inversión de las nuevas entidades.
- Fase del proyecto empresarial en la que se invierte: se sigue apostando por las primeras etapas y por las empresas en expansión, invirtiéndose en general en pequeñas y medianas empresas con participaciones minoritarias. También se han registrado varias entidades dedicadas a inversiones en empresas en situaciones especiales o en procesos de reestructuración financiera.
- Ámbito geográfico de actividad: muy diversificado. Si bien la mayor parte de ellos invierte en todo el territorio nacional, también existen varios vehículos restringidos a determinadas Comunidades Autónomas y promovidos por el sector público.

## 8.2 Algunos datos relevantes del sector

Según las cifras presentadas por la Asociación de Entidades de Capital-Riesgo (ASCRI), la inversión en capital-riesgo en España durante 2014 ha superado ligeramente los 3.000 millones de euros, frente a los 1.701 millones de euros que se alcanzaron en 2013. El cuarto trimestre acumuló el 40% del volumen invertido en todo el año, lo que parece indicar que las perspectivas en 2015 para el sector son muy favorables. Los fondos internacionales han sido responsables del 78% del volumen total invertido.

Si bien el 90% de las operaciones no superó los cinco millones de euros de capital invertido, es importante señalar que en 2014 se realizaron algunas operaciones de gran tamaño (por encima de 100 millones de inversión en capital), concretamente nueve, todas ellas protagonizadas por fondos de capital-riesgo internacionales. En 2013 solo se habían realizado cinco operaciones de este tipo.

Con respecto a las fases de inversión, las operaciones más numerosas fueron las de capital expansión, que supusieron el 63,5% del número total de operaciones y, en segundo lugar, las dirigidas a etapas iniciales, que representaron el 30% del total, aunque estas continúan teniendo un peso reducido en el volumen total de inversión.

Las inversiones se dirigieron a diversos sectores, sin que sobresalga especialmente ninguno de ellos. Los que recibieron una mayor cuota fueron los de productos de consumo (24%), medicina y salud (15%) y comunicaciones y productos y servicios industriales (9% en ambos).

La mejora del sector también se apreció en la captación de nuevos fondos de los inversores, que ascendió a 4.287 millones de euros, lo que supone un incremento del 88,5% con respecto a 2013. El 54,7 de este importe provino de la aplicación de fondos internacionales, el 39,4% fue captado por operadores privados nacionales y el resto, por operadores públicos. Las actividades de coinversión del fondo de fondos promovido por el ICO, Fond-Ico Global, han desempeñado un papel esencial en la recuperación de la captación de fondos a escala nacional, seriamente afectada durante la crisis.

Por último, hay que destacar el fuerte aumento de las desinversiones, que alcanzaron (a precio de coste) 4.666 millones de euros, lo que supone un crecimiento del 198% respecto al año 2013 y un record histórico en nuestro país. La mejora de las perspectivas de desinversión, también negativamente afectadas durante la crisis debido al descenso en los precios de las compañías participadas o a la necesidad de acometer procesos de reestructuración, fortalece las expectativas de crecimiento del sector a medio plazo. Entre las diversas fórmulas de desinversión empleadas, merece especial atención la reaparición de las ofertas públicas de venta (eDreams o Applus).



## **IV La regulación y supervisión de los mercados de valores**





## 9 Información financiera y de gobierno corporativo de los emisores

En este capítulo se destacan las actuaciones de la CNMV destinadas a verificar el cumplimiento de las obligaciones de información al mercado de los emisores de valores, entre ellas, la información financiera anual, que incluye los informes de auditoría, y la relativa a las prácticas de gobierno corporativo. También se ocupa de las obligaciones de información sobre participaciones significativas que recaen sobre sus titulares (accionistas significativos y consejeros).

La información financiera debe ajustarse al marco normativo europeo, en particular a la Directiva de Transparencia<sup>1</sup>. En este sentido, ESMA publicó en octubre del pasado ejercicio unas directrices destinadas a asegurar en la Unión Europea una supervisión congruente de los requisitos establecidos en dicha directiva, cuyo contenido se resume en el recuadro 9.1. La CNMV comunicó a ESMA en diciembre de 2014 su intención de cumplir estas directrices.

Destaca, asimismo, la aprobación por parte de la CNMV, ya en febrero de 2015, del nuevo Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, que sustituye al Código Unificado aprobado en 2006 y modificado en 2013. El nuevo código completa la reforma del marco normativo del gobierno corporativo en nuestro país, tras la modificación de la Ley de Sociedades de Capital en diciembre del pasado año<sup>2</sup>. En el recuadro 9.2 se destacan sus principales novedades.

### 9.1 Información financiera

#### 9.1.1 Información financiera anual<sup>3</sup>

Las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otros mercados regulados domiciliados en la Unión Europea, cuando España sea el Estado Miembro de origen, tienen la obligación de remitir a la CNMV un informe financiero anual, compuesto por las cuentas anuales, el informe de audi-

---

1 Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado (modificada por la Directiva 2013/50/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2013).

2 Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo.

3 La información financiera anual se encuentra disponible en [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es), en el Registro Oficial de las Cuentas Anuales Auditadas, bajo el epígrafe «Entidades emisoras/Información regulada y otra/Informes financieros anuales».

toría, el informe de gestión y las declaraciones de responsabilidad sobre su contenido, con las excepciones previstas en la normativa<sup>4</sup>.

### Principales características de la información presentada

El número de informes financieros anuales del ejercicio 2013 recibidos en la CNMV, excluidos los fondos de titulización de activos, ascendió a 353 –sumando individuales y consolidados– y corresponden a 201 emisores de valores. El número de informes recibidos es un 10,6% inferior al registrado en el ejercicio anterior, debido principalmente al descenso en el número de entidades financieras.

El porcentaje de informes de auditoría con opinión favorable correspondientes a las cuentas anuales de 2013 fue similar al del ejercicio 2012 (véase cuadro 9.1). Por sexto ejercicio consecutivo, todos los informes de auditoría de entidades del Ibex 35 presentaron una opinión favorable.

Tres informes de auditoría presentaron una opinión denegada ante la importancia de las limitaciones al alcance y de las incertidumbres recogidas en su informe de auditoría. Corresponden a dos entidades (una entidad en 2012), una en liquidación y otra en concurso de acreedores, cuyas cotizaciones están suspendidas desde octubre de 2013 y febrero de 2014, respectivamente.

En cuanto al origen de las salvedades, el número de informes de auditoría con limitaciones al alcance, correspondiente a seis entidades, se situó finalmente en 11 (10 en 2012). Las limitaciones al alcance son salvedades relevantes porque reflejan que el auditor no ha podido aplicar los procedimientos requeridos por las Normas Técnicas de Auditoría, al no haber dispuesto de información suficiente para formarse una opinión. La CNMV exige, mediante requerimiento escrito, que se subsanen de forma inmediata las limitaciones que provienen de la propia entidad emisora.

Inicialmente se registraron 15 informes de auditoría con limitaciones al alcance, correspondientes a ocho emisores de valores. Como resultado de los requerimientos remitidos por la CNMV, y una vez aplicados los procedimientos establecidos en las Normas Técnicas de Auditoría, se recibieron manifestaciones expresas de los auditores eliminando las limitaciones al alcance incluidas en cuatro informes, correspondientes a dos entidades. En otros dos informes, las limitaciones se corrigieron con ocasión de la información financiera publicada en el primer semestre de 2014, reexpresando el emisor las cifras comparativas a 31 de diciembre de 2013 para recoger los efectos derivados del análisis de la documentación facilitada al auditor para levantar las limitaciones.

---

4 Véase el artículo 35 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Los entes excluidos de esta obligación son «[...]Estados Miembros de la Unión Europea, las Comunidades Autónomas, los entes locales y las demás entidades análogas [...], los organismos públicos internacionales de los que sea miembro al menos un Estado Miembro de la Unión Europea, el Banco Central Europeo, y los Bancos Centrales nacionales de los Estados Miembros [...]; los emisores que emitan únicamente valores de deuda admitidas a negociación en un mercado secundario oficial [...] cuyo valor nominal unitario sea de al menos 100.000 euros y los que tengan únicamente emisiones vivas de valores de deuda admitidas a negociación en un mercado secundario oficial [...] antes del 31 de diciembre de 2010, cuyo valor nominal unitario sea de al menos 50.000 euros [...]».

El número de informes de auditoría con salvedades por errores o incumplimientos en relación con los principios y normas de contabilidad generalmente aceptados (opinión con excepciones) aumentó de seis informes en 2012 a siete en 2013.

El auditor debe incluir un párrafo de énfasis por las incertidumbres significativas sobre la continuidad del negocio y valorar tal posibilidad en el caso de incertidumbres motivadas por otras causas. En 85 informes de auditoría se incluyeron párrafos de énfasis, que pusieron de manifiesto una o más incertidumbres (110 en 2012). Por primera vez desde 2010, el número de informes de auditoría que incorporan párrafos de énfasis, donde el auditor manifiesta dudas sobre la continuidad de los negocios, ha disminuido y ha pasado de 86 a 60.

## Resumen de las auditorías de entidades emisoras recibidas en la CNMV CUADRO 9.1

(excluidos fondos de titulización de activos)

	Ejercicio 2011		Ejercicio 2012		Ejercicio 2013	
	Número	%	Número	%	Número	%
<b>Auditorías recibidas en la CNMV</b>	<b>402</b>	<b>100</b>	<b>395</b>	<b>100</b>	<b>353</b>	<b>100</b>
Cuentas individuales	238	59,2	234	59,2	201	56,9
Cuentas consolidadas	164	40,8	161	40,8	152	43,1
Informes especiales O.M. 30/9/92	21	-	11	-	10	-
<b>Opinión de auditoría</b>						
Opinión favorable	387	96,3	382	96,7	341	96,6
Opinión con salvedades	15	3,7	11	2,8	9	2,5
Denegación de opinión u opinión adversa	0	0,0	2	0,5	3	0,8
<b>Tipos de salvedades</b>						
Auditorías con excepciones	3	0,7	6	1,5	7	2,0
Auditorías con limitaciones al alcance	12	3,0	10	2,5	11	3,1
<b>Efectos de las excepciones</b>						
Efectos sobre resultados de las excepciones						
Auditorías con efectos positivos	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Auditorías con efectos negativos	0	0,0	2	0,5	2	0,6
Efectos sobre patrimonio de las excepciones						
Auditorías con efectos positivos	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Auditorías con efectos negativos	0	0,0	2	0,5	2	0,6
<b>Naturaleza de los párrafos de énfasis</b>						
Relacionado con la continuidad de negocio	68	16,9	86	21,8	60	17,0
Relacionado con la recuperación de activos	18	4,5	32	8,1	29	8,2
Relacionado con otras circunstancias	13	3,2	31	7,8	24	6,8

Fuente: CNMV.

En relación con los fondos de titulización de activos, el número de informes de auditoría ascendió a 466, un 9,6% menos que en el ejercicio anterior, presentando todos los fondos un informe de auditoría con opinión favorable. Por otra parte, 267 informes de fondos incorporaron algún tipo de párrafo de énfasis relacionado, principalmente, con la utilización de las mejoras crediticias (fondo de reserva, línea de crédito) por parte del fondo, con la liquidación anticipada del fondo o con la valoración de los activos mantenidos para la venta.

## Actuaciones de la CNMV

La Ley del Mercado de Valores (LMV) encomienda a la CNMV el deber de comprobar que la información periódica regulada se ha elaborado de conformidad con la normativa aplicable. Para el ejercicio de esta función, la CNMV puede exigir a las entidades cotizadas la publicación de información adicional, conciliaciones, correcciones o, en su caso, reformulaciones de la información financiera publicada.

En este proceso, la CNMV se dirige a los emisores solicitando por escrito aclaraciones o datos sobre asuntos concretos. Las informaciones adicionales que los emisores envían, en respuesta a los requerimientos, se publican en el registro oficial y se pueden consultar en la web de la CNMV.

En primer lugar, todos los informes recibidos en la CNMV se someten a una revisión formal y de cumplimiento de los requisitos exigidos por la normativa vigente, incluyendo además, otras cuestiones derivadas de cambios puntuales en la normativa aplicable. Así, en las cuentas anuales e informes de gestión se han verificado, entre otros, los siguientes extremos: i) que la declaración de responsabilidad sobre el contenido de los informes financieros anuales está firmada por los administradores (artículo 8 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre); ii) que el informe anual de gobierno corporativo se incluye, como parte del informe de gestión y contiene una «descripción de las principales características de los sistemas internos de control y gestión de riesgos en relación con el proceso de emisión de la información financiera»<sup>5</sup>; iii) que no existen diferencias entre las cuentas anuales y la información financiera del segundo semestre previamente remitida; y iv) que se ha producido, en su caso, la rotación obligatoria del auditor (artículo 19 del texto refundido de la Ley de Auditoría de Cuentas). También se ha analizado el contenido del informe de auditoría y se ha realizado un seguimiento de las cuestiones detectadas en revisiones anteriores. Además, se ha revisado el grado de seguimiento por parte de los emisores de la *Guía para la elaboración del informe de gestión de las entidades cotizadas*, publicada por la CNMV en 2013, en la preparación de sus informes de gestión.

En segundo lugar, la CNMV realiza una revisión sustantiva de un número determinado de cuentas anuales auditadas. Para identificar las entidades que serán objeto de dicha revisión se aplica un modelo mixto de selección basado en el riesgo y en la rotación aleatoria, que se ajusta a los principios establecidos en el estándar n.º 1 del Comité Europeo de Reguladores de Valores (actualmente ESMA)<sup>6</sup>. En este sentido, cabe señalar que desde 2012 los supervisores europeos acordaron establecer anualmente –en coordinación con ESMA– unas prioridades comunes de supervisión para los estados financieros, con el objetivo de promover la aplicación coherente de las normas internacionales de información financiera (NIIF) en toda la Unión Europea. Además, la CNMV ha incorporado a su plan de trabajo otras áreas críticas de revisión que complementan o extienden las prioridades establecidas por ESMA.

En el ejercicio 2014, la CNMV remitió requerimientos a un total de 64 entidades (excluidos los fondos de titulización de activos) sujetas a revisión formal y sustanti-

---

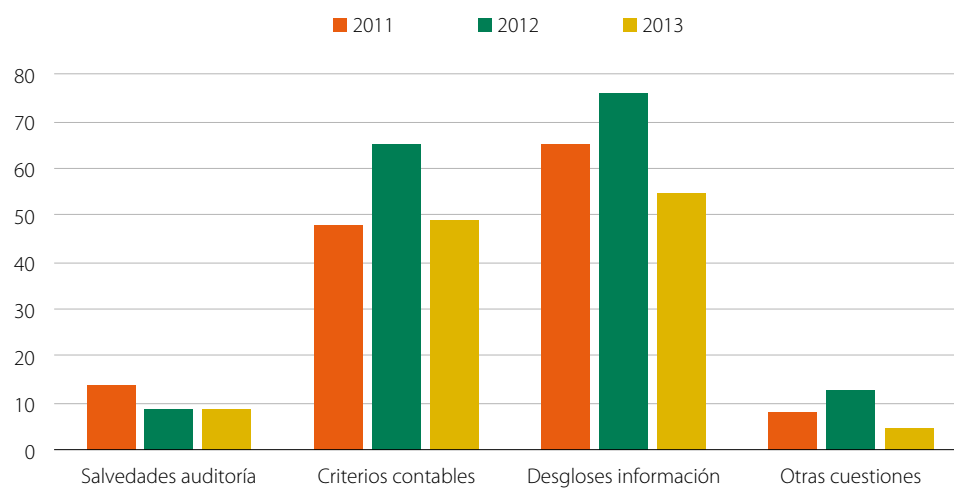
5 El artículo 61 bis de la LMV ha sido derogado a partir del 24 de diciembre de 2014, quedando regulado el contenido del IAGC por el artículo 540 del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital y su inclusión como parte del informe de gestión por el artículo 538 de la misma ley.

6 Este criterio de selección también cumple con los establecidos en Directrices de ESMA (*Guidelines on Enforcement of Financial Information*), en vigor a partir del 29 de diciembre de 2014.

va, por salvedades o ampliación de información sobre los informes financieros anuales correspondientes al ejercicio 2013. El gráfico 9.1 muestra los principales motivos por los que se remitieron requerimientos a las entidades cotizadas durante los últimos tres ejercicios.

Motivo de los requerimientos a los emisores (excluidos FTA)

GRÁFICO 9.1



Fuente: CNMV. Los requerimientos incluyen los remitidos a los emisores sujetos a revisión formal y sustantiva.

Para facilitar la difusión de la información financiera, la CNMV pone a disposición del público, a través de su sitio de Internet ([www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)), el texto completo de las cuentas anuales, el informe de gestión y el informe de auditoría de las sociedades emisoras, tanto individual como consolidado, así como un resumen de las salvedades de auditoría, las informaciones adicionales que los emisores envían en respuesta a los requerimientos recibidos o como otra información complementaria vinculada con las cuentas y los informes especiales de auditoría.

También se publica, de conformidad con las recomendaciones de ESMA, un informe anual sobre la supervisión de las cuentas anuales recibidas en la CNMV, donde se describen las principales incidencias detectadas en la revisión de los estados financieros anuales y de periodos intermedios. Un apartado esencial de este informe es la identificación de las áreas prioritarias donde se centrará la revisión de la información financiera del ejercicio próximo, que incluye las prioridades comunes de revisión establecidas por ESMA, así como las áreas elegidas por la CNMV, cuya elección es el resultado del análisis del entorno económico, los cambios normativos en materia contable y la experiencia acumulada en las revisiones de ejercicios anteriores<sup>7</sup>.

El cuadro 9.2 incluye la relación de los principales aspectos por los que se requirió un mayor número de veces a las entidades cotizadas, desglosando de manera separada los requerimientos relativos a las áreas prioritarias de revisión que se destacaron en el *Informe sobre la supervisión de los informes financieros anuales por la CNMV* correspondiente al ejercicio 2012 del resto de aspectos detectados.

7 En el *Informe sobre la supervisión de los informes financieros anuales* del ejercicio 2013 se han desglosado las áreas prioritarias de revisión de las cuentas anuales del ejercicio 2014. Este documento está disponible en: [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAN\\_2013.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAN_2013.pdf).

## Información requerida sobre políticas contables y desgloses de información

CUADRO 9.2

Naturaleza de los requerimientos	N.º de entidades requeridas		
	Norma	Criterios contables	Desgloses de información
<b>1. Áreas prioritarias de revisión</b>			
Deterioro de activos no financieros	NIC 36	25	34
Retribuciones al personal	NIC 19	1	4
Valor razonable	NIIF 13	21	24
Desgloses de información sobre políticas contables, juicios y estimaciones <sup>1</sup>	NIC 1	1	17
Instrumentos financieros	NIC 32, NIC 39, NIIF 7, NIIF 9	21	35
Contabilización de los valores perpetuos eventualmente convertibles en acciones (Cocos)	NIC 32, NIC 39	–	–
Operaciones corporativas	NIIF 3, NIC 27, NIC 28, NIC 31	19	27
Créditos fiscales e impacto fiscal de la actualización de balances	NIC 12	13	13
<b>2. Otras cuestiones requeridas</b>			
Operaciones con partes vinculadas	NIC 24	1	12
Continuidad de negocio y liquidez	NIC 1, NIIF 7	–	13
Inmovilizado material e inmaterial	NIC 16, NIC 38	10	7
Información segmentada	NIIF 8	2	7
Corrección de errores y hechos posteriores	NIC 8, NIC 10	2	4
Reconocimiento de ingresos	NIC 18	9	11
Pagos basados en acciones	NIIF 2	–	3
Operaciones con partes vinculadas	NIC 24	1	12

Fuente: CNMV. (1) Incluye las 13 entidades requeridas por continuidad de negocio y liquidez.

Como resultado de las actuaciones de supervisión realizadas sobre las salvedades de auditoría por excepciones, dos emisores reformularon sus cuentas anuales. En uno de los casos se hizo con el fin de registrar los efectos de las salvedades puestas de manifiesto inicialmente por el auditor. En concreto, la entidad no había registrado los intereses de deudas devengados desde la fecha de declaración del concurso voluntario de acreedores ni un pasivo relacionado con una reclamación. En el otro caso, no se han recibido aún las cuentas reformuladas respecto de las que el auditor denegó su opinión y en donde la sociedad asumió el compromiso de reformulación para resolverlo, lo que comunicó mediante hecho relevante. Con respecto a otros tres informes de auditoría, correspondientes a dos emisores, el auditor manifestó que las salvedades quedaron totalmente corregidas en los estados financieros a 30 de junio de 2014, con la reexpresión de las cifras comparativas a 31 de diciembre de 2013.

Adicionalmente, se han detectado incumplimientos en las cuentas anuales de dos emisores, que serán subsanados en el cierre del ejercicio 2014, mediante la reexpresión de la información comparativa. En ambos casos, los emisores han desglosado en su respuesta al requerimiento, con carácter informativo, el efecto que supondrá corregir el error incurrido en los estados financieros del ejercicio 2013, y han asumido el compromiso de modificar el tratamiento contable en el informe financiero anual del ejercicio 2014, de conformidad con lo previsto en la NIC 8: Políticas contables, cambios en las estimaciones contables y errores.

La información financiera de los fondos de titulización (FT) se somete también, desde el ejercicio 2010, a dos niveles de revisión (formal y sustantiva). Como resultado de la revisión sustantiva, realizada sobre una muestra de fondos, se han remitido a las gestoras de fondos de titulización cartas de recomendaciones para futuros cierres contables, además de seis requerimientos para que: i) aporten información adicional sobre cuestiones relativas a políticas contables de presentación, reconocimiento o valoración; ii) amplíen los desgloses de información suministrados en la memoria de las cuentas anuales; y iii) subsanen en futuros cierres contables errores de registro, presentación o valoración que por su materialidad no han requerido la reformulación de las cuentas anuales del ejercicio ni la corrección de los informes financieros semestrales.

### 9.1.2 Información periódica semestral y trimestral

Las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea deben remitir a la CNMV, cuando España sea Estado Miembro de origen, información financiera con carácter trimestral y semestral<sup>8</sup>. La revisión de esta información tiene un alcance inferior al de las cuentas anuales (los modelos de estados financieros intermedios contienen información resumida). Como consecuencia de los trabajos de revisión realizados, se ha requerido por escrito a 12 entidades para que ampliaran o modificaran la información periódica publicada.

Un 44,6% de las entidades emisoras (40,6% en el mismo periodo del año anterior) sometieron sus cuentas resumidas del primer semestre de 2014 a algún tipo de revisión por parte de los auditores. Este porcentaje se eleva al 91,2% si consideramos únicamente las entidades que forman parte del Ibex 35 (85,3% en el periodo anterior). En el supuesto de realizar una auditoría completa (11 entidades), el auditor ofrece una seguridad razonable sobre los estados financieros intermedios, mientras que en un trabajo de revisión limitada (75 entidades) la seguridad que ofrece el auditor es moderada. Ninguna de las opiniones emitidas por los auditores contiene salvedades.

### 9.1.3 Otros aspectos a destacar relacionados con la información financiera

#### Entidades cotizadas en situación concursal

En el ámbito de sus competencias y dado el significativo impacto que puede suponer en los estados financieros de las compañías cotizadas afectadas, durante el ejercicio 2014 la CNMV ha requerido información adicional sobre su situación financiera-patrimonial a cinco entidades que han solicitado el concurso voluntario de acreedores o que se han acogido al artículo 5 bis de la Ley Concursal<sup>9</sup>.

Además, la CNMV ha propuesto, de conformidad con lo dispuesto en los artículos 27 y 28 de la Ley Concursal<sup>10</sup>, el nombramiento de administrador concursal en cuatro

8 Artículo 35 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

9 Comunicación por parte del deudor al juzgado competente del inicio de negociaciones con acreedores para alcanzar un acuerdo de refinanciación.

10 En el caso de entidades emisoras de valores que se negocien en un mercado secundario oficial, el administrador concursal será un miembro del personal técnico de la CNMV u otra persona propuesta por esta que sea economista, titulado mercantil o auditor de cuentas con cinco años de experiencia profesional y con especialización demostrable en el ámbito concursal.

entidades cotizadas, (siete en 2013). Por otra parte, durante 2014 se han mantenido diversas reuniones con los administradores concursales de las sociedades cotizadas en concurso con el fin de conocer la evolución de estos procesos.

### Grupo de trabajo sobre duplicidades

En 2014 se ha constituido un grupo de trabajo para identificar las posibles duplicidades en la información regulada que publican los emisores y proponer recomendaciones para evitar redundancias entre las diferentes piezas informativas que están obligadas a publicar las entidades cotizadas. Este grupo de trabajo estaba previsto en el Plan de Actividades de la CNMV del ejercicio.

El programa de trabajo del grupo ha consistido en lo siguiente: i) analizar el marco regulatorio europeo y español en materia de elaboración de los principales documentos que constituyen la información financiera regulada que publican los emisores, ii) identificar las duplicidades o redundancias existentes entre ellos y iii) proponer los cambios normativos y recomendaciones necesarios para su eliminación.

Durante el ejercicio se han celebrado numerosas reuniones para concretar las recomendaciones del grupo, si bien, tras la reciente publicación de la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo, el grupo ha considerado conveniente reevaluar su impacto y se prevé que la publicación definitiva de las recomendaciones se realice en el ejercicio 2015.

#### Directrices sobre la supervisión de información financiera

RECUADRO 9.1

El 28 de octubre de 2014, ESMA publicó un documento con directrices sobre la supervisión de información financiera<sup>1</sup> que entraron en vigor el 29 de diciembre. Estas directrices sustituyen a los estándares n.ºs 1 y 2 sobre supervisión de la información financiera publicados por el Comité Europeo de Reguladores de Valores (predecesor de ESMA) en marzo de 2003 y abril de 2004, respectivamente.

Las directrices se aplican a todas las autoridades de los Estados Miembros de la Unión Europea competentes en la supervisión de la información financiera con arreglo a lo dispuesto en la Directiva de Transparencia<sup>2</sup>. Asimismo, resultan aplicables a las autoridades competentes de países del Espacio Económico Europeo que no son Estados Miembros de la Unión Europea, en la medida en que la Directiva de Transparencia sea también aplicable en estos países. Su finalidad consiste en garantizar que la información financiera contenida en los documentos armonizados publicados por emisores cuyos valores estén admitidos a cotización en un mercado regulado se atiene a los requisitos que se derivan de dicha directiva.

Su objetivo es establecer prácticas de supervisión eficaces, que garanticen una aplicación común, uniforme y coherente de la legislación de la Unión Europea. Se pretende asegurar un enfoque común de la supervisión de la información financiera en la Unión Europea con arreglo a la Directiva de Trans-



parencia, con el fin de implantar un régimen de supervisión adecuado y riguroso que conserve la confianza de los inversores en los mercados financieros y evite el arbitraje regulatorio.

Las directrices se basan en principios y, por tanto, son flexibles en su aplicación. Establecen qué características deben reunir los reguladores, describen las técnicas de selección que deben seguirse y otros aspectos de la metodología de supervisión, indican los tipos de acciones de supervisión a adoptar por los reguladores y explican cómo se coordinan las actividades de supervisión en el marco de ESMA.

El documento hace referencia a los antecedentes, objetivo y concepto de la supervisión e incluye 18 directrices sobre las siguientes áreas: i) alcance de la supervisión, ii) reguladores europeos, iii) autorización previa, iv) métodos de selección, v) procedimientos de examen, vi) acciones de supervisión, vii) coordinación europea, viii) cuestiones emergentes y decisiones y ix) elaboración de informes.

De acuerdo con el artículo 16, apartado 3, del Reglamento (UE) n.º 1095/2010<sup>3</sup>, las autoridades competentes deberán hacer todo lo posible por cumplir las Directrices de ESMA, incorporándolas a sus prácticas de supervisión. Además, las autoridades competentes sujetas a la aplicación de las directrices deben indicar a ESMA si las cumplen o se proponen cumplirlas, indicando sus razones en caso contrario. En este sentido, el 15 de diciembre de 2014 la CNMV comunicó a ESMA la intención de cumplir con estas directrices.

1 <http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-esma-1293es.pdf>

2 Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado (modificada por la Directiva 2013/50/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2013).

3 Reglamento (UE) n.º 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), se modifica la Decisión n.º 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/77/CE de la Comisión.

## 9.2 Información referida a accionistas significativos, consejeros, directivos y autocartera

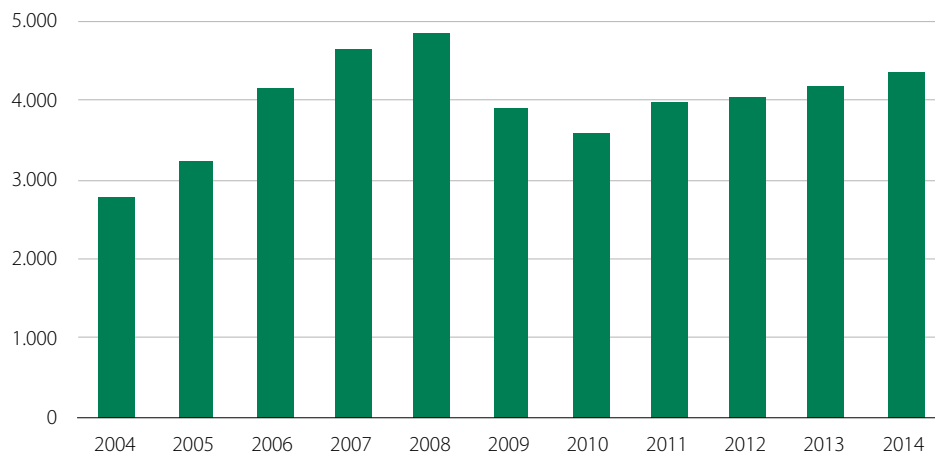
Las comunicaciones de participaciones significativas de accionistas, operaciones de consejeros y directivos, así como las declaraciones de operaciones sobre acciones propias de las sociedades cotizadas (en adelante, notificaciones) están reguladas por el Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia de los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea (Real Decreto de Transparencia), y por el Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado (Real Decreto de Abuso de Mercado).

Durante el ejercicio 2014 se validó un total de 4.366 notificaciones, lo que supone un incremento del 4,5% respecto a 2013. En cuanto a la distribución de las notifi-

nes registradas, el 54% correspondió a consejeros (60% en 2013), el 27% a accionistas significativos no consejeros (20% en 2013), el 14% a directivos (15% en 2013) y el 5% restante a operaciones de autocartera (mismo porcentaje que en 2013).

### Número de notificaciones registradas

GRÁFICO 9.2



Fuente: CNMV.

### Notificaciones anuladas y rectificadas

Las notificaciones validadas representaron el 90% de las recibidas (4.850), siendo las restantes anuladas, o sustituidas, en su caso, por nuevas comunicaciones. El número de notificaciones erróneas anuladas descendió un 4,72% respecto a 2013.

La mayoría de las notificaciones anuladas lo son a instancias de la CNMV cuando, en el ejercicio de sus funciones de supervisión, se detectan errores, omisiones o incongruencias. Como en años anteriores, los motivos más frecuentes por los que se requiere la rectificación de una notificación son: i) errores en las fechas, precios y volúmenes de las operaciones declaradas; ii) información incompleta sobre la tenencia indirecta de los derechos de voto, como, por ejemplo, por la no identificación de la cadena de control de sociedades a través de las cuales el sujeto obligado tiene el control de los derechos de voto declarados; y iii) incongruencia entre la posición inicial declarada por el sujeto obligado en su nueva notificación y la posición final declarada en la última notificación registrada. También es frecuente que, tras ampliaciones o reducciones de capital en la sociedad cotizada, los sujetos obligados incorporen incorrectamente en sus notificaciones tanto el número total de los derechos de voto del emisor como su porcentaje de participación.

El 44% de las notificaciones anuladas fueron presentadas por consejeros, el 42% por accionistas significativos, el 8% corresponde a declaraciones de las sociedades sobre operaciones con acciones propias y el 6% restante, a integrantes de la alta dirección de la sociedad cotizada.

### Notificaciones presentadas fuera de plazo

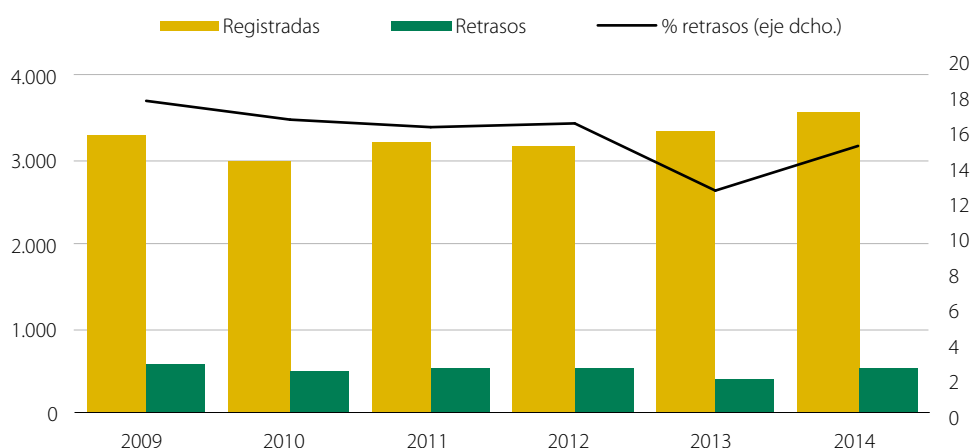
El número de notificaciones recibidas en un plazo superior al máximo establecido en la normativa descendió a 631 (517 en 2013), lo que supone un 14% del total frente al

12% de 2013. El 84% de las notificaciones con demora fueron comunicaciones presentadas por consejeros y accionistas significativos (81% en 2013).

En 2014, la proporción de notificaciones presentadas con una demora inferior a siete días fue del 45,6% (43,9% en 2013). Las demoras de presentación superiores a 90 días disminuyeron hasta el 19,0% (24,1% en 2013).

### Notificaciones de consejeros y accionistas significativos presentadas con demora

GRÁFICO 9.3



Fuente: CNMV.

### Notificaciones referidas a accionistas significativos no consejeros

De acuerdo con el Real Decreto de Transparencia, el primer umbral de notificación de los derechos de voto de los accionistas significativos se sitúa en el 3% del capital social, aunque si el accionista está domiciliado en un paraíso fiscal, el umbral sujeto a notificación se reduce al 1% y sus respectivos múltiplos. La media anual de notificaciones por accionista significativo ha sido de cuatro (tres en 2013). Durante 2014, las 1.187 notificaciones recibidas (800 en 2013) afectaron a participaciones significativas en 111 sociedades cotizadas (mismo número que en 2013) y fueron efectuadas por 290 accionistas distintos (238 en 2013). El cuadro 9.3 muestra la distribución de las notificaciones recibidas, agrupadas por tramos de derechos de voto y por capitalización bursátil de las sociedades afectadas.

### Número de notificaciones sobre derechos de voto correspondientes a accionistas significativos

CUADRO 9.3

	Total notificaciones	Menos del 5%	Entre el 5% y 30%	Entre el 30% y 50%	Más del 50%
<b>Ibex 35</b>	<b>359</b>	<b>256</b>	<b>77</b>	<b>5</b>	<b>21</b>
Más de 500 millones €	384	216	94	69	5
Menos de 500 millones €	440	270	147	8	15
Otras notificaciones <sup>1</sup>	4	1	3	-	-
<b>Total</b>	<b>1.187</b>	<b>743</b>	<b>321</b>	<b>82</b>	<b>41</b>
<b>% sobre el total</b>	<b>100</b>	<b>63</b>	<b>27</b>	<b>7</b>	<b>3</b>

Fuente: CNMV. (1) EDP/Saint Croix.

Los accionistas también están obligados a notificar a la CNMV la adquisición o transmisión de instrumentos financieros que proporcionen al tenedor el derecho a adquirir una participación significativa en términos de derechos de voto. En 2013 se recibieron 12 notificaciones de este tipo (14 en 2013).

### Notificaciones referidas a los consejeros

El Real Decreto de Abuso de Mercado obliga a los consejeros de las sociedades cotizadas a notificar todas las operaciones que realicen sobre acciones o instrumentos financieros cuyo subyacente sean las acciones de la sociedad cotizada donde ejercen el cargo. Las operaciones sujetas a notificación son aquellas que realice el consejero tanto de forma directa como indirecta, a través de terceros o personas con las que mantenga un vínculo estrecho. Además, el Real Decreto de Transparencia obliga a los consejeros a informar de su posición final en derechos de voto o instrumentos financieros. Durante 2014 un total de 716 consejeros<sup>11</sup> presentaron 2.095 notificaciones sobre 122 sociedades, lo que supone un descenso del 9,1% respecto al número de comunicaciones recibidas en el ejercicio 2013.

#### Número de notificaciones sobre derechos de voto correspondientes a consejeros

CUADRO 9.4

	Emisores			Notificaciones			Consejeros		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Ibex 35	34	30	34	1.203	1.230	1.203	327	265	322
Más de 500 millones €	17	20	26	254	433	331	118	122	161
Menos de 500 millones €	72	68	60	849	615	555	305	260	250
EDP/Saint Croix	1	4	2	10	27	6	9	22	6
<b>Total</b>	<b>124</b>	<b>122</b>	<b>122</b>	<b>2.316</b>	<b>2.305</b>	<b>2.095</b>	<b>749</b>	<b>669</b>	<b>739</b>

Fuente: CNMV.

En el ejercicio 2014, se recibieron 249 notificaciones de instrumentos financieros (225 en 2013) que afectan a 25 sociedades cotizadas (mismo número que en 2013), 20 de ellas incluidas en el Ibex 35. El Real Decreto de Transparencia también obliga a notificar la delegación de derechos de voto recibidos u otorgados para las juntas generales de accionistas. En 2014 se recibieron 11 notificaciones sobre derechos de voto en representación para las juntas de cuatro sociedades (13 notificaciones sobre siete sociedades en 2013).

### Notificaciones referidas a los directivos

El Real Decreto de Abuso de Mercado obliga a los directivos de las sociedades cotizadas a notificar todas las adquisiciones o transmisiones, tanto de forma directa como indirecta, a través de terceros con vínculos estrechos, de instrumentos financieros cuyo subyacente sean acciones de la sociedad cotizada donde ocupan el cargo.

11 El número de consejeros reflejado en el cuadro 9.4 difiere de los 716 indicados aquí, debido a que los datos del cuadro tienen en cuenta a los consejeros que ejercen su cargo en distintas sociedades, pudiendo estas pertenecer a diferentes grupos de capitalización.

Los directivos no están obligados a informar de la posición final. En 2014 se recibieron 626 notificaciones de directivos (627 en 2013). Este tipo de comunicaciones afectaban acciones de 42 sociedades (43 en 2013).

### Comunicaciones de operaciones con acciones propias

De acuerdo con el Real Decreto de Transparencia, el emisor de acciones admitidas a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea, del que España sea Estado de origen, está obligado a comunicar a la CNMV la proporción de derechos de voto que quede en su poder cuando realice adquisiciones que alcancen o superen el 1% de los derechos de voto totales. Desde abril de 2009, el límite máximo de autocartera previsto por la Ley de Sociedades de Capital para las sociedades cotizadas pasó del 5% al 10%. Durante 2014, se validaron en la CNMV un total de 197 notificaciones de operaciones con acciones propias (208 en 2013) que afectaron a 58 emisores (55 en 2013). El cuadro 9.5 muestra la distribución de las notificaciones recibidas durante el pasado año, según la capitalización bursátil de la compañía y el porcentaje de posesión final de acciones propias.

#### Número de notificaciones de autocartera según posición final

CUADRO 9.5

	Total notificaciones	Menos de 1%	Entre 1% y 2%	Entre 2% y 3%	Entre 3% y 4%	Entre 4% y 5%	Más del 5%
Ibex 35	131	85	25	1	–	–	20
Más de 500 millones €	18	13	1	–	1	–	3
Menos de 500 millones €	48	23	7	7	2	1	8
<b>Total</b>	<b>197</b>	<b>121</b>	<b>33</b>	<b>8</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>31</b>

Fuente: CNMV.

### Pactos parasociales y acciones concertadas

La Ley de Sociedades de Capital<sup>12</sup> exige dar publicidad a los pactos parasociales que afecten a las sociedades cotizadas o a las entidades que ejercen el control sobre una sociedad cotizada. Estas comunicaciones se registran como hecho relevante. Los pactos pueden regular el ejercicio de los derechos de voto o restringir la libre transmisibilidad de las acciones. Si se da la primera circunstancia, la CNMV analiza su efecto en las notificaciones de participaciones significativas. Durante 2014, se recibieron en la CNMV un total de 33 comunicaciones (14 en 2013) sobre pactos parasociales, que afectaron a 18 sociedades cotizadas (nueve en 2013).

El Real Decreto de Transparencia requiere que la celebración de un acuerdo con un tercero que obligue a adoptar, mediante el ejercicio concertado de los derechos de voto, una política común duradera en lo que se refiere a la gestión de la sociedad o que tenga por objeto influir de manera relevante en la misma se notifique como acción concertada. A lo largo de 2014 se registraron 18 comunicaciones (10 en 2013) de acción concertada entre los accionistas de 12 sociedades cotizadas (cinco en 2013).

12 Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

## 9.3 Gobierno corporativo

En el año 2014, 142 sociedades anónimas cotizadas, tres cajas de ahorros y otros 32 emisores de renta fija presentaron el informe anual de gobierno corporativo (IAGC) correspondiente a 2013, conforme a lo previsto en el artículo 61 bis de la LMV, el artículo 31 bis del Real Decreto-ley 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las cajas de ahorros (LORCA) –sustituido por el artículo 31 de la Ley 26/2013, de 27 de diciembre, de cajas de ahorros y fundaciones bancarias– y la disposición adicional tercera de la Ley 26/2003, de 17 de julio, de transparencia. En general, no se produjeron incidencias en la recepción telemática de los informes, si bien se remitieron requerimientos a nueve sociedades (el mismo número que en 2013) por su presentación fuera de plazo o por no haber incorporado el IAGC al informe de gestión.

A partir de los IAGC de las sociedades, la CNMV elabora y publica anualmente un informe donde se analizan, en términos agregados, las principales pautas de gobierno corporativo de los emisores y se difunden diversos datos estadísticos individualizados de cada entidad<sup>13</sup>.

### 9.3.1 Aspectos más significativos de las prácticas de gobierno de las sociedades cotizadas

En este apartado se da cuenta de los aspectos y tendencias más relevantes de las prácticas de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas que se desprenden de los IAGC correspondientes al ejercicio 2013.

#### Aplicación del principio de «cumplir o explicar»

El artículo 61 bis de la LMV obliga a las sociedades cotizadas a incluir en sus IAGC información sobre el grado de seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo o, en su caso, una explicación de la falta de seguimiento. De los IAGC correspondientes a 2013 se deriva que, en promedio, las sociedades cotizadas cumplían plenamente el 84% (82,4% en 2012) de las recomendaciones del Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas de 2006 (actualizado en 2013) y de forma parcial otro 7% (7,1% en 2012). En cuanto a las explicaciones proporcionadas en caso de no seguimiento de las recomendaciones, se advierte un cumplimiento formal generalizado de esta obligación, aunque no una mejora significativa en su calidad respecto a años anteriores, excepto en las sociedades del Ibex 35, según se desprende de la revisión muestral de las explicaciones que realiza la CNMV.

Como en años anteriores, las sociedades del Ibex 35 mantienen un porcentaje medio de seguimiento (93,7%) superior a la media registrada por el conjunto de sociedades cotizadas. El 65% de las sociedades cotizadas (53,4% en 2012) declara cumplir un porcentaje del Código Unificado superior al del ejercicio anterior.

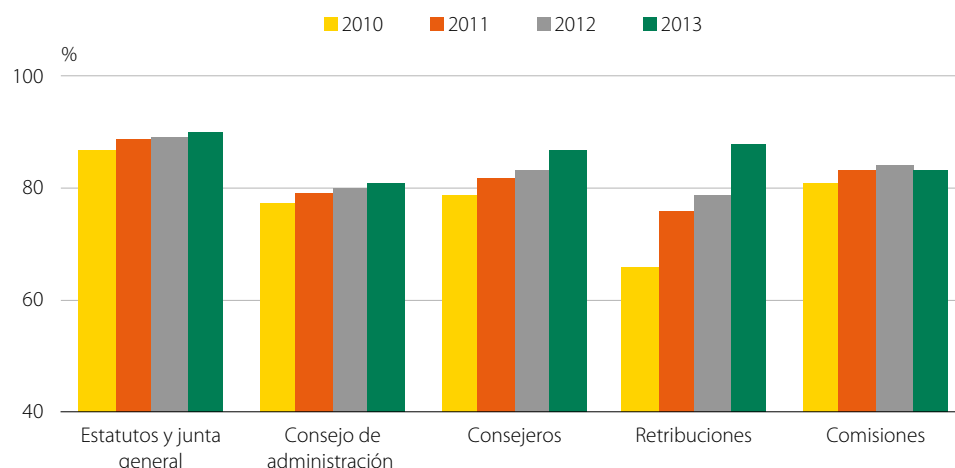
El gráfico 9.4 muestra la evolución del grado de seguimiento medio de las recomendaciones del Código Unificado, agrupadas por categorías.

---

13 Los informes publicados por la CNMV se encuentran disponibles en <http://www.cnmv.es/Portal/Publicaciones/PublicacionesGN.aspx?id=21>

## Grado de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado

GRÁFICO 9.4



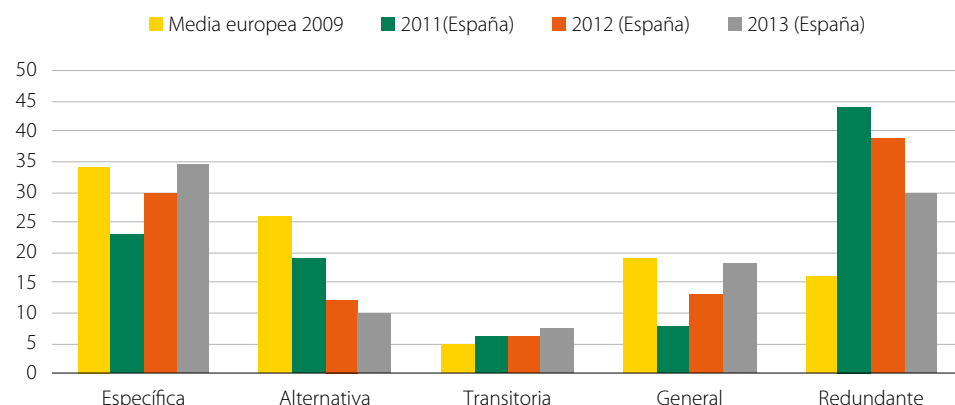
Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

Como en años anteriores, se ha analizado una muestra de 367 explicaciones incluidas en los IAGC de 2013 (un 33,3% del total) sobre las diez recomendaciones menos seguidas del Código Unificado. Excepto en las sociedades del Ibex 35, tampoco en 2013 se observa una mejora significativa respecto a la calidad de la información ofrecida por las sociedades para explicar los motivos por los que se apartan de dichas recomendaciones.

Una gran parte de la información analizada se considera excesivamente genérica o redundante, lo que ha dado lugar al envío de escritos a las sociedades para que aporten información más clara y concreta o para que adopten medidas encaminadas a ello en el futuro. El gráfico 9.5 compara la evolución de los resultados obtenidos del análisis realizado por la CNMV durante los últimos tres ejercicios con la media europea que se obtuvo en 2009.

## Clasificación de explicaciones: ejercicios 2011-2013

GRÁFICO 9.5



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

Como resultado de la revisión de los criterios empleados para informar sobre el grado de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado o para explicar los motivos de su falta de seguimiento, se enviaron requerimientos a 16 sociedades (21 tanto en 2012 como en 2013) –de las que diez pertenecen al Ibex 35– solicitando información, aclaracio-

nes adicionales o la adopción de medidas correctoras sobre 30 de las 53 recomendaciones del Código. La mayoría de las cartas enviadas incluían orientaciones destinadas a mejorar la calidad de las explicaciones ofrecidas cuando no se siguen las recomendaciones.

En otros casos, los requerimientos solicitaban aclaraciones sobre discrepancias o ciertas contradicciones entre la información contenida en los IAGC y otra información pública de la sociedad, sus accionistas o consejeros.

### Principales novedades del nuevo Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas

RECUADRO 9.2

El Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) aprobó el 18 de febrero de 2015 el nuevo Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, en cuya elaboración contó con el apoyo y asesoramiento de la Comisión de Expertos constituida por Acuerdo del Consejo de Ministros de 10 de mayo de 2013.

El nuevo texto sustituye al Código Unificado aprobado por la CNMV en 2006 y modificado en 2013. Se completa así una reforma del marco normativo del gobierno corporativo en España, cuyo primer paso fue la reciente reforma de la Ley de Sociedades de Capital<sup>1</sup>.

El nuevo código, en cuya elaboración se han tenido en cuenta los estándares internacionales y las recomendaciones de la Comisión Europea, así como diversos documentos y propuestas de organismos internacionales y asociaciones, aportaciones doctrinales y la legislación de otros países, está compuesto por 64 recomendaciones. Se han introducido 23 nuevas recomendaciones, se han eliminado 12, al incorporarse su contenido a la Ley de Sociedades de Capital, y otras 21 han experimentado modificaciones.

Una importante novedad de este texto, con implicaciones más allá de su carácter meramente formal, es la identificación de los principios que sirven de base para las distintas recomendaciones. En total, se identifican 25 principios, que tratan de transmitir los comportamientos de gestión empresarial que se considera necesario potenciar. A título de ejemplo, se pueden mencionar los que señalan que las sociedades deben evitar medidas estatutarias cuya finalidad sea dificultar posibles ofertas públicas de adquisición, informar con claridad sobre el grado de seguimiento de las recomendaciones y contar con una política pública de comunicación y contactos con accionistas, inversores institucionales y asesores de voto.

Las 64 recomendaciones que se han incluido en el código se agrupan en tres grandes bloques: aspectos generales (recomendaciones 1 a 5), junta general de accionistas (6 a 11) y consejo de administración (12 a 64). Entre las novedades destacan, especialmente, las referidas al tratamiento de la responsabilidad social corporativa (RSC), las retribuciones de los consejeros y el fomento de la diversidad de género en el consejo.

Así, el código desarrolla por primera vez recomendaciones relativas a la RSC. En concreto, se recomienda que la sociedad informe sobre este apartado en un docu-



mento separado o en el informe de gestión, y que su política al respecto identifique, entre otros aspectos, los objetivos que persigue, la estrategia corporativa relacionada con la sostenibilidad, los mecanismos de supervisión del riesgo no financiero y la ética, los canales de comunicación con los grupos de interés y las prácticas de comunicación responsable que eviten la manipulación informativa.

En el ámbito de las retribuciones de los consejeros, el código recomienda que los componentes variables se vinculen a criterios de rendimiento predeterminados y medibles; también se aconseja que el pago de una parte relevante de los mismos se difiera por un periodo de tiempo mínimo para comprobar que se han cumplido las condiciones de rendimiento.

Cabe destacar, asimismo, otras dos recomendaciones importantes en este ámbito: i) que los acuerdos contractuales incluyan una cláusula que permita a la sociedad reclamar el reembolso de la citada remuneración cuando no se ajuste al rendimiento y ii) que los pagos por resolución de contrato no superen un importe equivalente a dos años de la retribución total anual.

En relación con la diversidad de género, el código recomienda que el consejo de administración apruebe una política de selección de consejeros que la favorezca. En concreto, se propone que, como resultado de estas políticas, las consejeras representen, al menos, el 30% del total de miembros del consejo en el año 2020.

Otras novedades importantes son las siguientes: i) que el número de consejeros independientes represente, al menos, la mitad del total de consejeros (un tercio en determinados casos); ii) que las propuestas del consejo a la junta general con respecto a la delegación de facultades para emitir acciones o valores convertibles con exclusión del derecho de suscripción preferente no superen el 20% del capital; y iii) que, con la finalidad de promover la transparencia informativa y el voto informado de los accionistas en la junta general, se publiquen con antelación suficiente en la web de la sociedad determinados informes (informe sobre la independencia del auditor, informes de funcionamiento de las comisiones de auditoría y de nombramientos y retribuciones, informe de la comisión de auditoría sobre operaciones vinculadas e informe sobre la política de responsabilidad social corporativa) y que la junta se retransmita en directo a través de la web.

El seguimiento de las recomendaciones del código es voluntario. Sin embargo, la Ley de Sociedades de Capital, de conformidad con el principio de «cumplir o explicar», obliga a las sociedades a informar del grado de seguimiento de las recomendaciones en su informe anual de gobierno corporativo. El buen fin de este sistema de cumplimiento voluntario y explicación obligatoria requiere que las explicaciones de las sociedades, cuando no se sigan las recomendaciones, sean adecuadas.

El código entrará en vigor en 2015, por lo que las empresas empezarán a dar cuenta de su seguimiento en los informes anuales de gobierno corporativo correspondientes a dicho ejercicio, que remitirán a la CNMV en 2016.

1 Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo.

## Cumplimiento de los requisitos inherentes a las distintas tipologías de consejeros

La Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo, por la que se determinan el contenido y la estructura del informe anual de gobierno corporativo, del informe anual sobre remuneraciones y de otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores, establece en su artículo 8 las definiciones correspondientes a cada tipología de consejero, que deben tener en cuenta las sociedades anónimas cotizadas al elaborar los informes anuales de gobierno corporativo.

La revisión anual del cumplimiento de los requisitos inherentes a las distintas tipologías de consejeros ha puesto de manifiesto algunas situaciones residuales, que podrían cuestionar la adecuada calificación de algunos miembros del consejo (nueve consejeros de siete sociedades en 2013 frente a nueve consejeros de ocho sociedades en 2012), lo que ha dado lugar al envío de requerimientos solicitando información adicional, aclaraciones o, en su caso, la publicación de un escrito de ampliación de información con la nueva clasificación de los consejeros afectados.

Como en años anteriores, en algunos casos se observó que los consejeros mantenían, directa o indirectamente, relaciones de negocio con la sociedad o con un accionista significativo que, de haber sido importantes, hubieran podido impedir su calificación como independientes. En otros casos, las incidencias detectadas se referían a posibles cargos en otras sociedades del grupo por parte de los consejeros.

En la mayoría de los casos las sociedades aportaron aclaraciones e información adicional que permitieron comprobar que la normativa no se estaba incumpliendo.

### Junta general de accionistas

El porcentaje medio de capital que participó en las juntas celebradas en 2013 se situó en el 70,6% (71,1% en 2012). Este índice de participación sigue siendo inversamente proporcional al del capital flotante de la sociedad, de tal forma que los porcentajes máximos de participación se correlacionan positivamente con los mínimos de capital flotante.

La presencia física sigue siendo el sistema mayoritariamente elegido por los accionistas para participar en las juntas generales (el 37,4% en 2013 y el 38,2% en 2012). En cambio, la proporción de sociedades cuyos accionistas utilizan sistemas de voto a distancia –que había aumentado de forma continuada desde 2008, al pasar del 12,3% en dicho ejercicio al 29,5% en 2012– experimentó un ligero descenso, situándose en el 27,5% en 2013.

### Consejo de administración y consejeros

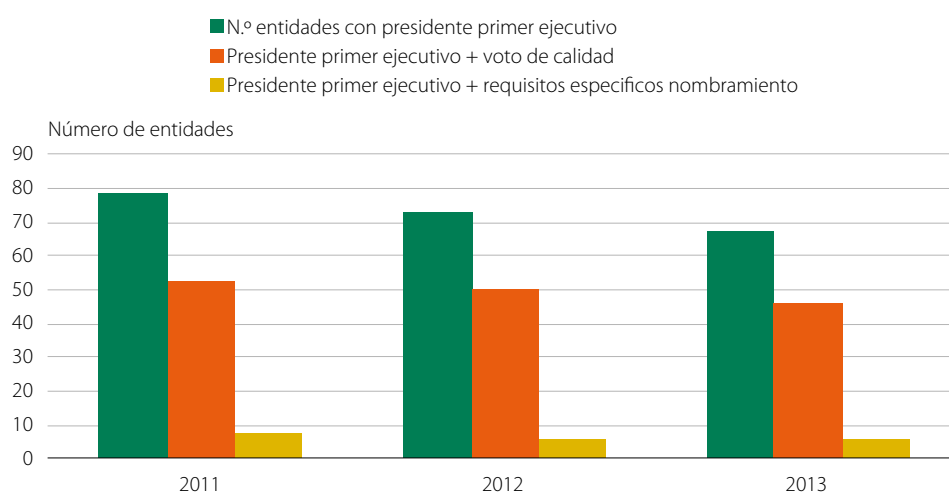
El número total de miembros de los consejos de las sociedades cotizadas desciende a 1.409 (1.487 en 2012). El 34,1% de los miembros del consejo pertenecen a compañías del Ibex 35 (33% en 2012).

El tamaño medio del consejo se reduce a 9,9 miembros (13,7 en el Ibex 35). En 2013, el tamaño del consejo se sitúa entre el mínimo de cinco miembros y el máximo de 15 que recomienda el Código Unificado en el 83,1% de las sociedades (87,7% en 2012). Los consejos con más de 15 miembros siguen concentrándose principalmente en el Ibex 35.

Los presidentes de los consejos de las sociedades cotizadas siguen siendo mayoritariamente ejecutivos (58,5% en 2013). Solo un 5,6% de los consejeros que ocupan el cargo de presidente tienen la condición de independientes (5,5% en 2012). Como muestra el gráfico 9.6, en el 47,2% de las sociedades el presidente asume las funciones de primer ejecutivo.

### Presidente primer ejecutivo

GRÁFICO 9.6



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

No obstante, el 95,1% de las sociedades (el 94,5% en 2012) cuenta con una mayoría de no ejecutivos en el consejo. La antigüedad de los miembros se mantiene sin apenas cambios, aunque experimenta un ligero aumento. Los consejeros ejecutivos siguen acumulando la mayor antigüedad media (11,1 años), seguidos de los dominicales (ocho años).

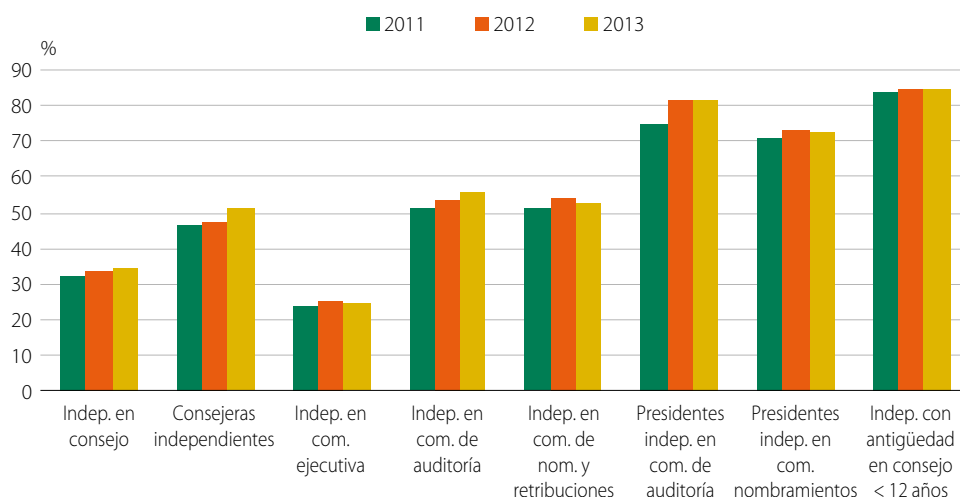
Los consejeros independientes son los que, de media, permanecen menos tiempo en el consejo (siete años), y se reduce el porcentaje de ellos con antigüedad superior a 12 años en el cargo. En concreto, un 15,1% de este tipo acumula más de 12 años de antigüedad al cierre de 2013, frente al 15,6% en 2012. De mantenerse los consejeros actuales, se estima que en 2014 el porcentaje de independientes que superarían el mandato legalmente establecido ascendería al 18% del total de los consejeros calificados con esta tipología.

Al igual que en el ejercicio anterior, a nivel agregado la proporción de independientes se ha situado de media por encima del tercio que recomienda el Código Unificado (34,8%). Por otro lado, se mantiene estable (por debajo del 5%) el número de sociedades que no cuentan con ningún independiente en el consejo.

El gráfico 9.7 muestra la evolución de los principales parámetros indicativos de la presencia de consejeros independientes en los órganos de gobierno de las sociedades cotizadas.

### Presencia de consejeros independientes en los órganos de gobierno

GRÁFICO 9.7



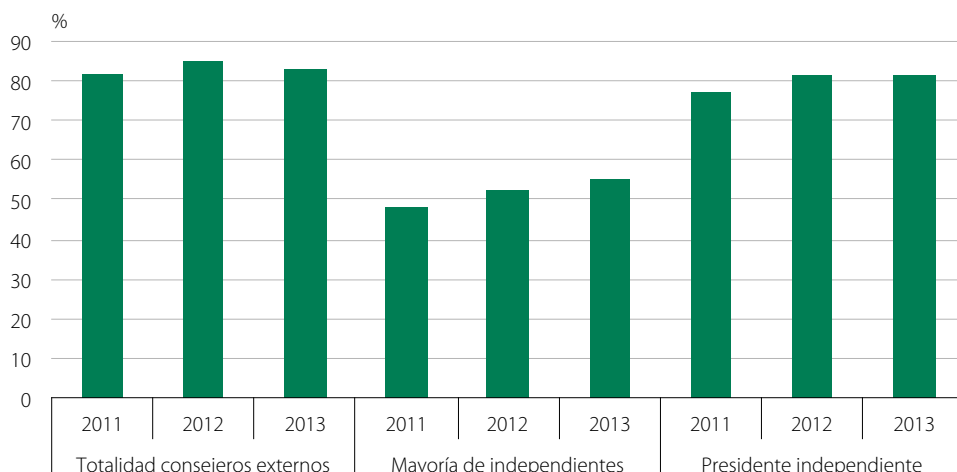
Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

### Comisiones delegadas

En 2013, un 90% de las sociedades cuenta con una comisión de nombramientos y retribuciones (89% en 2012) y un 40,1% (39,7% en 2012) tiene constituida una comisión delegada con funciones ejecutivas. La constitución de un comité de auditoría es un requisito obligatorio para todas las sociedades cotizadas.

### Composición del comité de auditoría

GRÁFICO 9.8



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

La disposición adicional decimoctava de la LMV establece una serie de requisitos sobre la composición del comité de auditoría de los emisores. La CNMV revisa su cumplimiento para una muestra de 50 sociedades. Los resultados obtenidos en la revisión correspondiente al ejercicio 2013 son los siguientes:

- El número de sociedades que presentan incidencias pendientes de subsanar al cierre del ejercicio 2014 es de tres (mismo número que en 2013). Como en años anteriores, se han enviado requerimientos escritos a todas ellas. Las tres sociedades serán objeto de seguimiento en el ejercicio 2015.

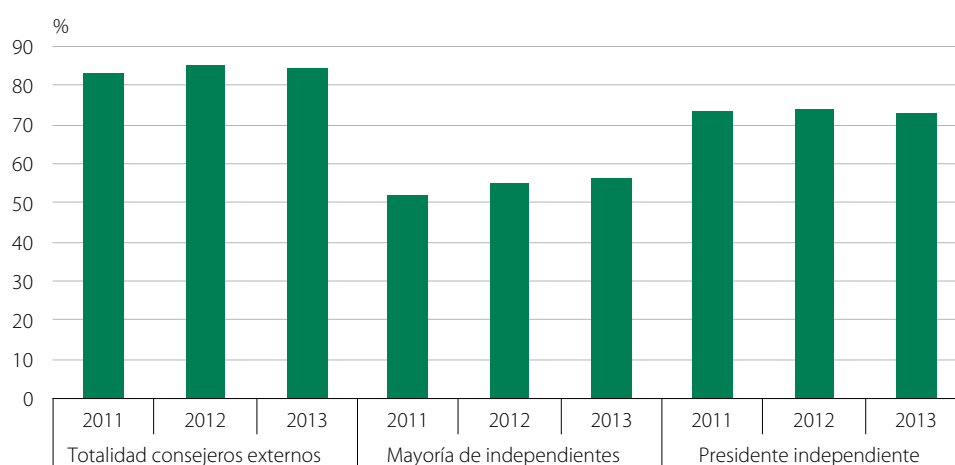
- Las tres incidencias pendientes de subsanación se deben a la ausencia de un consejero independiente en el comité<sup>14</sup>.

El peso de los consejeros externos disminuye ligeramente respecto al año anterior en la comisión de auditoría, situándose en 2013 en el 94,8% (el 95,1% en 2012). En la comisión de nombramientos también disminuye ligeramente (el 94,4% en 2013, frente al 95% en 2012).

Como en años anteriores, ambas comisiones cuentan con una proporción de independientes superior a la del consejo (34,8%). Los cargos de presidente del comité de auditoría y de la comisión de nombramientos y retribuciones siguen mayoritariamente ocupados por consejeros independientes.

### Composición de la comisión de nombramientos y retribuciones

GRÁFICO 9.9



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

En la comisión delegada, la representación de consejeros ejecutivos aumenta ligeramente hasta situarse en el 30% (el 28,4% en 2012). Por el contrario, la presencia de consejeros dominicales e independientes desciende en 2013 hasta el 39,9% y el 24,6%, respectivamente (el 41,3% y el 25% en 2012).

### Información financiera regulada y auditoría de cuentas

Las sociedades cotizadas deben indicar en sus IAGC si las cuentas individuales y consolidadas que se presentan para su aprobación al consejo están previamente certificadas. También se solicita información sobre las personas que, en su caso, hubiesen realizado dicha certificación.

Respecto a las cuentas anuales correspondientes a 2013, 63 sociedades (el 44,4% del total y una más que en las referidas al año 2012) indicaron que sus cuentas estaban certificadas por los responsables de su elaboración, con carácter previo a su formulación por el consejo de administración. Este total incluye a 26 sociedades del Ibex 35 (el 74,3%).

14 Con la entrada en vigor de la Ley de Sociedades de Capital, el comité de auditoría deberá contar con al menos dos consejeros independientes.

## Control de riesgos

Las sociedades cotizadas deben describir en sus IAGC la política de gestión de riesgos y los sistemas de control establecidos, identificando los riesgos potenciales a los que se enfrentan y los que se han materializado durante el ejercicio, así como el órgano encargado de establecer y supervisar los dispositivos de control.

Como en años anteriores, una amplia mayoría de las sociedades informan en sus IAGC correspondientes al ejercicio 2013 de la existencia de sistemas de control de riesgos. Sin embargo, no en todos los casos se incluye una descripción del contenido de los mismos.

Los principales riesgos potenciales identificados por las compañías son los siguientes: en el sector financiero, los derivados de los procesos de reestructuración y saneamiento y de los nuevos requisitos de capital, que han reducido la capacidad de crédito de las entidades, así como el incremento de la morosidad; en el sector energético, cambios regulatorios, crédito y volatilidad de precios de materias primas; y en el sector de la construcción, un descenso de la actividad por la reducción de las inversiones y servicios de las Administraciones Públicas.

Entre los riesgos materializados durante el ejercicio de reporte, las sociedades destacan, por su recurrencia, los siguientes: pérdida de valor de los activos, escasez y volatilidad de los precios de las materias primas, cambios regulatorios y climatología adversa.

El 84,5% de las sociedades ha designado al comité de auditoría como el órgano encargado de establecer y supervisar los correspondientes dispositivos de control. El resto ha designado al propio consejo de administración, a la auditoría interna, a otros órganos o no lo especifican.

## Transparencia de las operaciones con partes vinculadas

El importe de las operaciones vinculadas realizadas por las sociedades cotizadas durante el primer semestre de 2014 ascendió a 170.702 millones de euros, lo que supuso un descenso de un 15,1% con respecto al mismo periodo del año anterior. Un 57,9% de estas operaciones fueron realizadas con accionistas significativos; un 33,2% con personas, sociedades o entidades del grupo; un 0,9% con administradores y directivos; y el resto, con otras partes vinculadas. Los anteriores porcentajes fueron el 50,5%, 38,9% y 0,6%, respectivamente, en el primer semestre de 2013. El cuadro 9.6 muestra los diferentes tipos de transacciones realizadas por las sociedades cotizadas en el primer semestre de 2014, desglosadas por partida y según la naturaleza de la parte vinculada.

En cuanto a las contrapartes de las operaciones, durante el primer semestre del ejercicio 2014, 97 sociedades comunicaron 370 operaciones con accionistas significativos, 62 declararon 148 operaciones con administradores y directivos, 74 señalaron 343 operaciones con personas o entidades del grupo y 64 indicaron haber realizado 231 operaciones con otras partes vinculadas.

Millones de euros

	Accionistas significativos		Administradores y directivos		Personas, sociedades o entidades del grupo		Otras partes vinculadas	
	Importe	% S1 14/13	Importe	% S1 14/13	Importe	% S1 14/13	Importe	% S1 14/13
Gastos financieros	185	-65,2	5	-3,5	119	23,9	172	9,6
Arrendamientos	1.623	-3,3	3	0,3	4	148,4	33	96,9
Recepción de servicios	202	-35,6	22	-40,7	344	-14,0	245	14,7
Compra de bienes (terminados o en curso)	3.694	37,3	8	4,8	4.134	3,5	24	59,3
Otros gastos <sup>1</sup>	207	-42,6	25	-13,4	129	9,6	32	-61,2
<b>Total gastos</b>	<b>5.911</b>	<b>52</b>	<b>63</b>	<b>-23</b>	<b>4.730</b>	<b>2</b>	<b>505</b>	<b>12</b>
Ingresos financieros	334	-54,3	1	-4,6	356	-57,6	55	-71,3
Dividendos recibidos	16	-4,1	0	n.a.	198	27,4	62	-48,7
Prestación de servicios	931	-15,5	2	2,8	578	-9,7	254	27,4
Venta de bienes (terminados o en curso)	1.173	-3,1	1	-27,4	745	-36,0	82	21,1
Otros ingresos <sup>2</sup>	442	94,8	0	-4,3	468	48,5	39	-80,9
<b>Total ingresos</b>	<b>2.896</b>	<b>8</b>	<b>4</b>	<b>-9</b>	<b>2.345</b>	<b>-17</b>	<b>491</b>	<b>-43</b>
Créditos y aportaciones de capital	29.894	19,3	75	-9,8	16.881	-16,3	4.201	-34,8
Préstamos y aportaciones de capital	9.965	-52,4	29	-91,1	10.738	-3,2	4.541	-34,8
Garantías y avales prestados	260	-14,1	0	9,8	2.013	-11,2	322	128,5
Garantías y avales recibidos	30.386	-9,7	988	42,2	2.522	-66,4	91	-48,9
Compromisos adquiridos	861	2,9	5	38,5	8.851	-61,2	2.040	-16,4
Dividendos y otros beneficios	2.994	218,1	33	-10,4	2	-14,8	59	-1,4
Otras operaciones <sup>3</sup>	25.601	27,2	279	856,2	8.579	-32,5	1.546	-37,8
<b>Total otras transacciones</b>	<b>89.962</b>	<b>-5</b>	<b>1.410</b>	<b>20</b>	<b>49.586</b>	<b>-30</b>	<b>12.800</b>	<b>-31</b>
<b>Total</b>	<b>98.768</b>	<b>-2,8</b>	<b>1.477</b>	<b>17,3</b>	<b>56.661</b>	<b>-27,6</b>	<b>13.796</b>	<b>-30,9</b>
<b>% sobre total</b>	<b>57,9</b>	<b>-</b>	<b>0,9</b>	<b>-</b>	<b>33,2</b>	<b>-</b>	<b>8,1</b>	<b>-</b>

Fuente: IPP de las sociedades cotizadas (1.º semestre). (1) Se agrupan las partidas de contratos de gestión, las transferencias I+D, la corrección de valor por deudas incobrables, las pérdidas por baja y otros gastos. (2) Se agrupan en este punto los contratos de gestión, las transferencias I+D, los arrendamientos, los beneficios por baja o enajenación de activos y otros ingresos. (3) Se agrupan en este punto la compra de activos, de arrendamientos, la amortización de créditos, la venta de activos materiales, la amortización, los compromisos o garantías y otras operaciones.  
n.a.: no aplicable.

### 9.3.2 Informe anual de retribuciones del consejo de administración

La Orden Ministerial ECC/461/2013, de 20 de marzo, desarrolló, por primera vez en España, un modelo unificado para publicar la información relativa a las remuneraciones de los miembros del consejo de administración de las sociedades cotizadas. Si bien la obligación de difundir esta información existe desde la publicación de la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, que introdujo un nuevo artículo 61 ter en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, hasta el ejercicio 2013 no se dispuso de un formato homogéneo para facilitar su análisis en términos comparables.

La citada orden otorga a la CNMV distintas habilitaciones, en ejecución de las cuales, el Consejo de la CNMV aprobó la Circular 4/2013, de 12 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que establece los modelos normalizados para la

elaboración del informe anual de remuneraciones de los consejeros de sociedades anónimas cotizadas y de los miembros del consejo de administración y de la comisión de control de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores.

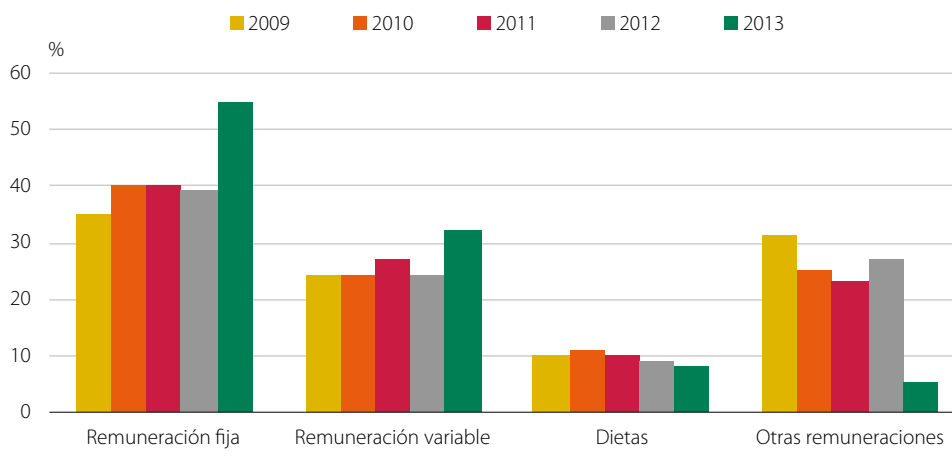
En el ejercicio 2014, la CNMV publicó, por vez primera, un informe anual de remuneraciones de los consejeros de las sociedades del Ibex 35 y otro de remuneraciones de los consejeros de las sociedades cotizadas, en los que se recoge, en términos agregados, las principales características de las políticas y prácticas retributivas aplicadas a sus consejeros por las sociedades en cuestión, obtenidas de la información incluida en el informe anual sobre remuneraciones de los consejeros que publica cada una de dichas sociedades. A continuación se muestran algunos de los datos más relevantes.

### Remuneraciones devengadas en el ejercicio 2013

Las retribuciones medias por consejo y por consejero reflejan una tendencia estable o a la baja respecto a la registrada en años anteriores, situándose en 2013 en 2,8 millones de euros y 285.000 euros, respectivamente. Estas cantidades suponen un descenso del 5,2% por consejo y del 1,4% por consejero, respecto de las remuneraciones devengadas en 2012. El gráfico 9.10 muestra la remuneración del consejo distribuida por conceptos.

#### Remuneración por conceptos

GRÁFICO 9.10



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

En las sociedades que no pertenecen al Ibex 35, el importe más significativo de los componentes que conforman la remuneración corresponde a la retribución fija, que representa el 53% del total, frente a un 55% en el Ibex 35. La retribución variable, incluyendo el importe de las acciones otorgadas y el beneficio de las opciones ejercidas, supone el 30%, las dietas el 11% y el resto corresponde a indemnizaciones y otros conceptos retributivos.



## 9.4 Hechos relevantes recibidos en la CNMV

El número de comunicaciones de información relevante registradas durante el año 2014 ascendió a 10.022, un 1% más que en el ejercicio anterior. En el cuadro 9.7 se desglosa el número de hechos relevantes clasificados según su tipología.

Al igual que en años anteriores, las comunicaciones referentes a «instrumentos financieros» volvieron a ser las más numerosas, al representar el 57,1% de los hechos relevantes registrados. Las comunicaciones agrupadas bajo el epígrafe «negocio y situación financiera» alcanzaron un 22,9%, «gobierno corporativo y convocatorias oficiales» un 14% y «operaciones corporativas» un 6%.

### Hechos relevantes recibidos en la CNMV

CUADRO 9.7

Tipo	2013	2014	% var. 14/13
<b>Instrumentos financieros</b>			
Aumentos y reducciones del capital social	202	238	17,82
Ofertas públicas de suscripción y venta	70	64	-8,57
Información sobre dividendos	169	160	-5,33
Colocación de grandes paquetes accionariales	60	68	13,33
Suspensiones y levantamientos de negociación	35	39	11,43
Calificaciones crediticias	110	150	36,36
Fondos de titulización	4.319	4.040	-6,46
Otros sobre instrumentos financieros	912	967	6,03
<b>Negocio y situación financiera</b>			
Información sobre resultados	1.453	1.444	-0,62
Situaciones concursales	100	135	35,00
Otros sobre negocio y situación financiera	652	715	9,66
<b>Operaciones corporativas</b>			
Transformaciones, fusiones, escisiones y disoluciones	46	49	6,52
Acuerdos estratégicos con terceros	28	43	53,57
Transmisiones y adquisiciones de participaciones societarias	211	224	6,16
Otros sobre operaciones corporativas	301	283	-5,98
<b>Gobierno corporativo y convocatorias oficiales</b>			
Convocatorias y acuerdos de juntas y asambleas generales	502	525	4,58
Composición del consejo de administración	380	368	-3,16
Informe anual de gobierno corporativo	187	179	-4,28
Otros sobre gobierno corporativo	184	331	79,89
<b>Total</b>	<b>9.921</b>	<b>10.022</b>	<b>1,02</b>

Fuente: CNMV.

En términos de variaciones interanuales, en el apartado de «instrumentos financieros» se registraron 151 comunicaciones menos (una reducción del 2,6% con respecto al año anterior). Sin embargo, se produjeron incrementos de un 12% en las comunicaciones correspondientes a «gobierno corporativo y convocatorias oficiales», de un 4% en «negocio y situación financiera» y de un 2,2% en «operaciones corporativas».

Por tipología, dentro del epígrafe «instrumentos financieros», destacó la caída, al igual que en 2013, del 6,5% en comunicaciones sobre fondos de titulización

(279 comunicaciones menos), que explica la mayor parte del descenso en el número total de comunicaciones registradas bajo este epígrafe. Cabe reseñar, asimismo, incrementos del 17,8% en las comunicaciones sobre aumentos y reducciones del capital social, debido al crecimiento de este tipo de operaciones corporativas, del 36,4% en las comunicaciones sobre calificaciones crediticias y del 13,3% en las correspondientes a la colocación de grandes paquetes accionariales.

En el apartado «negocio y situación financiera», el mayor incremento relativo se produjo en las comunicaciones sobre situaciones concursales, con un 35%, si bien el peso sobre el total de este tipo de comunicaciones sigue siendo reducido. Dentro del epígrafe «operaciones corporativas» destacó el aumento de un 53,6% de las comunicaciones sobre acuerdos estratégicos con terceros. Finalmente, en el epígrafe «gobierno corporativo y convocatorias oficiales», cabe resaltar el crecimiento en las comunicaciones del subepígrafe «otros sobre gobierno corporativo»: 147 nuevas comunicaciones, un 80% más que en 2013.

Una de las principales funciones de la CNMV es la de velar por la transparencia y la correcta formación de los precios en los mercados, asegurando su ordenado funcionamiento. Entre las actuaciones desarrolladas durante el pasado ejercicio con esta finalidad, cabe destacar las relacionadas con las obligaciones de información que emanan de la normativa sobre ventas en corto, así como las que se derivan de los artículos 59 bis (comunicación de operaciones ejecutadas por los intermediarios) y 83 quáter (comunicación de operaciones sospechosas) de la Ley del Mercado de Valores (LMV). También resulta destacable la atención prestada al cumplimiento de la normativa sobre operaciones de autocartera, así como las actuaciones de la Unidad de Vigilancia de los Mercados, que han dado lugar a la apertura de diversos expedientes sancionadores por prácticas de abuso de mercado.

En el ámbito de la regulación destaca la aprobación del nuevo marco legal europeo de los mercados y los instrumentos financieros, que entrará en vigor el 1 de enero de 2017. Si su tramitación ha sido compleja, todo apunta a que también lo serán su desarrollo e implementación. En el recuadro 10.2 se resumen los trabajos que actualmente desarrolla ESMA con esta finalidad. Previamente, en el recuadro 10.1, se resumen las modificaciones en la regulación de los sistemas multilaterales de negociación contempladas en el Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial, que afectarán de modo particular al Mercado Alternativo Bursátil y al Mercado Alternativo de Renta Fija. Asimismo, cabe destacar la aprobación del reglamento europeo sobre depositarios centrales de valores, cuyo contenido se resume en el recuadro 10.3.

### 10.1 Actuaciones destacadas de la CNMV en los distintos mercados

El número de operaciones en los mercados que fueron supervisadas en el año 2014 se ha incrementado en un 38% respecto a 2013. La mayor parte de las operaciones se produjeron en el mercado de renta variable, donde aumentaron un 46%. El número de operaciones en derivados registró una subida inferior, aunque también notable (31%), mientras que en renta fija se produjo un fuerte descenso (-60%) respecto del año anterior.

La CNMV ha remitido menos requerimientos en el ámbito de la supervisión de los mercados que en 2013, concretamente un 30% menos. Hay que tener en cuenta que este número había aumentado notablemente en dicho ejercicio, debido a las actividades de supervisión realizadas al amparo del Reglamento (UE) n.º 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago, fundamentalmente los relacionados con el análisis de las operaciones de venta de valores procedentes de la ampliación de capital de Bankia del mes de mayo, en los días previos a su admisión a negociación, que precisó del envío de más de 100 requerimientos y contactar con diferentes organismos supervisores de países europeos y otras áreas geográficas. Cabe señalar

también que los requerimientos han aumentado en el área de supervisión de la comunicación de operaciones, como consecuencia de la intensificación de esta actividad en relación con los años anteriores.

### Resumen de la actividad supervisora de los mercados

CUADRO 10.1

Mercados	Número de operaciones (en miles)	Requerimientos	Informes		
			Supervisión	A otras direcciones u organismos	Periódicos
<b>Renta variable</b>					
2013	48.607	267	38	60	26
2014	70.921	169	56	37	26
<b>Renta fija</b>					
2013	977	15	9	111	12
2014	319	11	7	54	12
<b>Derivados</b>					
2013	4.524	10	5	7	44
2014	5.954	2	3	5	43
<b>Liquidación</b>					
2013	40.742	3	-	-	24
2014	47.946	2	-	-	24
<b>Otros</b>					
2013	-	42	13	-	52
2014	-	54	10	-	46
<b>Total<sup>1</sup></b>					
2013	90.750	337	52	178	158
2014	125.140	238	66	96	151

Fuente: CNMV. (1) En el caso de requerimientos e informes, se computa en el total una única actuación de supervisión, aunque afecte simultáneamente a distintas áreas, por lo que puede no coincidir con la suma de los correspondientes desgloses por área reflejados en el cuadro.

Como se indica en el apartado 10.1.1, una parte importante de las labores de supervisión se ha centrado en el control del cumplimiento de las obligaciones derivadas del Reglamento (UE) n.º 236/2012, en particular de las siguientes: i) régimen de transparencia, que incluye la notificación y publicación de las posiciones cortas netas; ii) cumplimiento de las condiciones para realizar las ventas en corto; y iii) supervisión del uso por parte de sus beneficiarios de las exenciones para los creadores de mercado y operadores del mercado primario de deuda.

Las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito han continuado cumpliendo con la obligación del artículo 83 quáter de la LMV, referente a la comunicación de operaciones sospechosas, sin haberse producido variación material en relación con el año anterior.

Como continuación del esfuerzo iniciado en 2013 en relación con la supervisión para el cumplimiento de la obligación de comunicar las operaciones sobre instrumentos financieros (artículo 59 bis de la LMV), se ha intensificado el número de análisis llevados a cabo sobre entidades de forma individual, para la corrección, en su caso, de las operaciones comunicadas.

## 10.1.1 Renta variable

### Suspensiones de negociación por difusión de información

En 2014 aumentaron significativamente tanto el número de emisores afectados por suspensiones de cotización como el número de suspensiones: cerca del 60% en el primer caso y del 32% en el segundo.

La necesidad de difundir información continuó siendo el motivo más habitual. En concreto, de las 25 suspensiones acordadas, 18 respondieron a este motivo, tres más que en 2013.

Las principales causas que originaron las suspensiones fueron, como en el ejercicio anterior, las colocaciones aceleradas de paquetes accionariales, las ventas de participaciones significativas, las situaciones concursales y las ofertas públicas de adquisición.

### Suspensiones temporales de cotización en bolsa

CUADRO 10.2

	2013	2014
Número de emisores suspendidos	15	24
Número de suspensiones	19	25
Por difusión de información relevante	15	18
Por finalización del plazo de aceptación de opa de exclusión	3	3
Otras	1	4

Fuente: CNMV.

Al contrario de lo que se observó en los dos ejercicios anteriores, en 2014 se incrementó la diversificación sectorial de los emisores afectados por las suspensiones. Los sectores afectados por alguna suspensión en 2014 fueron nueve: inmobiliarias, comercio y otros servicios, energía y agua, sector bancario, nuevas tecnologías, medios de comunicación, construcción, industria química y otras industrias de transformación.

### Colocaciones aceleradas de grandes paquetes de acciones

Durante el pasado año se produjeron 22 colocaciones aceleradas de grandes paquetes accionariales, una más que en 2013. Estas operaciones afectaron a un total de 20 emisores, uno de los cuales (Amadeus) fue objeto de tres colocaciones. En una de las operaciones (Liberbank), se produjo la combinación de una colocación acelerada de acciones de nueva emisión con la colocación acelerada de acciones de la entidad que estaban en manos de algunos de sus accionistas de referencia. Los porcentajes de capital objeto de colocación se situaron en un rango comprendido entre el 0,79% y el 24,8%, con descuentos que oscilaron entre un 0% y un 5,17%.

Las colocaciones realizadas en 2014 se ajustaron, con carácter general, a los criterios sobre operaciones de colocación de grandes paquetes accionariales aprobados por la CNMV en 2007, cuyo objeto es evitar un posible efecto perturbador sobre las condiciones de negociación y preservar la integridad del mercado.

Salvo en una ocasión, el hecho relevante que anunciaba el número de valores a colocar se produjo tras el cierre de mercado. Tras la colocación se difundió un hecho

relevante que informaba del número de acciones colocadas, el porcentaje de capital social que representaba y el precio de la colocación.

En siete operaciones de colocación hubo que suspender la negociación de los instrumentos financieros del emisor antes del inicio de la sesión, al no haber finalizado la colocación antes de la apertura. El tiempo de suspensión fue de 60 minutos, siguiendo el criterio aplicado a estas situaciones.

Durante el proceso de colocación, la CNMV está en contacto con el intermediario financiero al que la sociedad emisora ha otorgado el mandato, al objeto de monitorizar la publicación de los hechos relevantes correspondientes al inicio y cierre de la colocación y de tener información sobre la evolución de la colocación y su grado de aceptación.

El motivo de las colocaciones fue diverso. En algunos casos, se colocaron acciones de nueva emisión que pretendían atender las necesidades de capital de los emisores o captar recursos para hacer frente a operaciones corporativas, mientras que en otros casos se colocaron acciones antiguas para dar salida a algún inversor relevante de la sociedad o vender parte de la autocartera del emisor.

### Operativa de autocartera

La normativa europea constituye la principal referencia para la prevención del abuso de mercado en las operaciones de autocartera. En particular, la legislación europea contempla determinados puertos seguros (*safe harbors*)<sup>1</sup> para la ejecución de estas operaciones, entre ellos los programas de recompra y los programas de estabilización desarrollados por el Reglamento (CE) n.º 2273/2003 de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, por el que se aplica la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las exenciones para los programas de recompra y la estabilización de instrumentos financieros.

Así, el citado reglamento establece que el objeto exclusivo de los programas de recompra será reducir capital o cumplir con las obligaciones inherentes a: i) los instrumentos financieros de deuda convertibles en instrumentos de valores mobiliarios y ii) los programas de opciones de acciones y otras asignaciones de acciones para los empleados del emisor o de una empresa asociada. También detalla las condiciones de los programas de estabilización que se ejecutan con el fin de proporcionar un apoyo para el precio de las ofertas de valores.

La CNMV ha llevado a cabo durante 2014 un seguimiento de la operativa desarrollada por los emisores mediante programas de recompra al amparo del Reglamento (CE) n.º 2273/2003, así como del cumplimiento de las condiciones en materia de transparencia y para operar. Durante este año, cinco emisores han tenido en vigor programas de recompra. De estos, tres tenían como objeto la compra de acciones propias para su posterior amortización; uno, atender programas de opciones de acciones; y el restante, atender programas de opciones junto con la conversión de instrumentos financieros de deuda convertibles.

El seguimiento de la operativa realizada en el marco de los programas de estabilización ha sido especialmente intenso durante el pasado ejercicio, como consecuencia

de la reactivación de las ofertas públicas de venta, algunas de las cuales utilizaron este mecanismo para apoyar su precio de colocación.

Además de los «puertos seguros» desarrollados por el Reglamento (CE) n.º 2273/2003, de reconocimiento obligado por parte de los Estados Miembros, la normativa europea, a través de la Directiva 2003/6/EC, de 28 de junio de 2003, sobre abuso de mercado, también contempla una lista de prácticas aceptadas de mercado (*accepted market practices*) cuyo reconocimiento debe establecerse a nivel nacional. En el caso español, de acuerdo con el Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley del Mercado de Valores en materia de abuso de mercado, corresponde a la CNMV decidir qué prácticas son aceptadas.

La CNMV solo ha aceptado una de las prácticas listadas en la directiva, que se regula en la Circular 3/2007 de 19 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre los contratos de liquidez a los efectos de su aceptación como práctica de mercado. El objetivo de estos contratos consiste en favorecer la liquidez de las transacciones y la regularidad de la cotización de las acciones, dentro de los límites establecidos por la junta de accionistas del emisor para la adquisición de acciones propias. La CNMV ha venido promoviendo su utilización por parte de los emisores como mecanismo de provisión de liquidez.

Durante 2014, la CNMV continuó analizando la incidencia de este tipo de contratos en la formación de los precios y supervisando el cumplimiento de las condiciones para operar y de transparencia con el mercado previstas en la Circular 3/2007. Al cierre del ejercicio, un total de 21 emisores mantenían contratos de liquidez sujetos a la Circular 3/2007, si bien, en el caso de un emisor cuyos valores estaban suspendidos de negociación, el contrato de liquidez no estaba operativo.

Con carácter general, se puede señalar que las sociedades emisoras y los intermediarios financieros que se han acogido a la Circular 3/2007 y al Reglamento (CE) n.º 2273/2003 han observado las obligaciones en materia de transparencia y de operativa contenidas en ambas normas.

Por último, cabe destacar que la CNMV también ha analizado la operativa de autocartera desarrollada por diversos emisores bajo supuestos no contemplados en las dos normas citadas.

En este caso, se han tenido en cuenta los criterios recomendados por la CNMV a los emisores de valores y a los intermediarios financieros en su operativa discrecional de autocartera, publicados en julio de 2013, que establecen recomendaciones sobre la forma de llevar a cabo la operativa discrecional de autocartera en términos de volumen, precio y tiempo, sobre la organización interna y el control de la actividad y sobre la información a suministrar al supervisor y al mercado. Su objetivo es, en última instancia, fomentar la transparencia del mercado y contribuir a la correcta formación de precios.

En noviembre, la CNMV informó, mediante una nota en su página web, de la relación de sociedades emisoras que han notificado el seguimiento de las recomendaciones en materia de comunicación sobre la operativa discrecional de autocartera publicadas por la CNMV el 18 de julio de 2013<sup>2</sup>.

---

2 [http://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS\\_Perfil/CriteriosAutocartera6112014.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS_Perfil/CriteriosAutocartera6112014.pdf)

## Estudio de las entradas y salidas de valores en el índice Ibex 35

La CNMV analiza los cambios que se producen en los valores que componen el Ibex 35 para determinar su adecuación a las normas técnicas que regulan el índice y, en su caso, detectar posibles distorsiones de la negociación en el mercado tendentes a favorecer la permanencia o entrada de algún valor.

En 2014, el Comité Asesor Técnico del Ibex 35 acordó, en su primera revisión ordinaria de junio, incorporar las acciones de Abengoa B al índice, en sustitución de las de Ebro Foods. Posteriormente, en su segunda revisión ordinaria, celebrada en diciembre, acordó la incorporación al índice de las acciones de Endesa, en sustitución de las de Viscofán. El Comité Asesor Técnico decidió no realizar cambios en sus dos reuniones de seguimiento trimestral, celebradas en marzo y septiembre.

La CNMV comprobó que las entradas y salidas se produjeron conforme a lo dispuesto en las normas técnicas que regulan el índice.

## Supervisión de las obligaciones derivadas del Reglamento (UE) n.º 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de marzo de 2012, sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago

En 2014 han continuado las labores de supervisión encaminadas a velar por el cumplimiento de las obligaciones que emanan del Reglamento (UE) n.º 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de marzo de 2012, sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago. Este reglamento fue adoptado con vistas a garantizar el correcto funcionamiento del mercado interior y mejorar sus condiciones, estableciendo un marco común en lo que se refiere a los requisitos relativos a las ventas en corto y a las facultades de las autoridades competentes.

Durante 2014, la supervisión de la CNMV se ha centrado en las siguientes áreas:

i) Régimen de transparencia.

El reglamento establece un régimen de transparencia que incluye no solo la notificación de posiciones cortas netas en acciones, sino también en deuda pública y en permutas de impago soberano (CDS), cuando estas se permitan.

La norma obliga a notificar las posiciones cortas netas en acciones que lleguen al 0,2% del capital o desciendan por debajo de ese valor, así como cada tramo adicional del 0,1% que se alcance por encima de dicho porcentaje. Además, exige publicar las posiciones que lleguen al 0,5% del capital o desciendan por debajo del mismo, así como cada tramo adicional del 0,1% que se alcance por encima de dicho porcentaje.

Durante 2014, la CNMV realizó diversas actuaciones supervisoras destinadas a comprobar el adecuado cumplimiento de estas obligaciones. Como parte de estas actividades, la CNMV lleva a cabo un análisis de las notificaciones de posiciones cortas netas y realiza una supervisión periódica de aquellas notificaciones de posiciones cortas netas cuya antigüedad es superior a seis meses, con el objeto de determinar si las mismas se mantienen vigentes o no. Esta labor permite detectar posibles incumplimientos del reglamento sobre ventas en corto por parte de aquellos titulares que no han procedido a actualizar sus posiciones



cortas netas mediante la oportuna notificación, lo que se ha traducido en la remisión de diversos requerimientos de información. Además, este análisis hace posible que se mantenga un registro actualizado y controlado de las posiciones cortas netas existentes sobre los emisores cotizados en nuestros mercados.

Además continuó prestando asistencia a la industria financiera en la interpretación del reglamento, lo que se ha traducido en multitud de consultas, en algunos casos de gran complejidad.

En 2014 se recibió un total de 3.091 comunicaciones de posiciones cortas netas en acciones, lo que supone un promedio diario de 11,8 comunicaciones. No se recibió ninguna comunicación de posiciones cortas en deuda soberana. Se observa, por tanto, un importante incremento con respecto al número de comunicaciones recibidas en 2013 –concretamente del 57%–, lo que sugiere una mayor familiaridad de los inversores con las obligaciones señaladas en el reglamento. No obstante, debe tenerse en cuenta que, en enero de 2014, todavía seguía vigente la prohibición de las ventas en corto acordada por la CNMV en 2012.

A lo largo del ejercicio, remitieron notificaciones 166 inversores en total, *hedge funds* norteamericanos y británicos en su gran mayoría, al igual que en años anteriores. Tan solo dos entidades españolas enviaron este tipo de comunicaciones.

Al cierre del ejercicio, 48 emisores mantenían posiciones cortas netas; sin embargo, un total de 68 se vieron afectados por estas en algún momento del año (63 emisores en 2013). La media ponderada por capitalización de mercado de todas las posiciones cortas netas agregadas se situaba a finales de 2014 en el 0,601% del capital, frente al 0,365% en la misma fecha de 2013.

ii) Cumplimiento de las condiciones para realizar ventas en corto.

A lo largo de 2014, la CNMV realizó diversas intervenciones con el fin de supervisar la toma de posiciones cortas netas en aquellos valores para los que la CNMV es la autoridad competente en materia de supervisión.

Dichas intervenciones tuvieron como punto de partida el análisis de operaciones realizadas en el mercado que pudieran estar dando lugar a la toma de posiciones cortas netas en un valor, el análisis de operaciones que pudieran presentar indicios de posible incumplimiento de la normativa del mercado de valores y las notificaciones de posiciones cortas netas realizadas a la CNMV. Todo esto se tradujo en la remisión de requerimientos de información, en su gran mayoría a inversores extranjeros. En algunos casos, se solicitó la colaboración de otras autoridades competentes.

Estos requerimientos tuvieron como objetivo determinar el titular final de las operaciones; si estas habían dado lugar a la toma de posiciones cortas netas; la evolución de las posiciones cortas netas en un determinado periodo; la forma en la que se tomó la posición corta neta (a través de una disminución de la posición larga, a través de derivados o a través de una venta en corto de las acciones); y, en el caso de las ventas en corto, se requirió la documentación acreditativa del cumplimiento de las condiciones que regulan estas ventas.

En este sentido, cabe recordar que el artículo 12 del reglamento establece las condiciones que deben cumplirse para poder realizar una venta en corto. Su

incumplimiento da lugar, salvo que la venta se realice por su titular en su condición de creador de mercado, a una venta en corto descubierta y, por tanto, a un incumplimiento del reglamento.

A efectos de verificar el cumplimiento de dichas condiciones, se analizó la documentación correspondiente a los préstamos formalizados, a las pretensiones ejecutorias y a los pactos con terceros que garantizan que, en su caso, la liquidación de la venta en corto puede efectuarse en la fecha de vencimiento.

Es importante señalar que las condiciones recogidas en el artículo 12 del Reglamento sobre ventas en corto y las normas de desarrollo del Reglamento de Ejecución (UE) n.º 827/2012 de la Comisión, de 29 de junio de 2012, emitido en desarrollo del Reglamento sobre ventas en corto, también afectan a las ventas en corto de acciones realizadas en el marco de una operativa intradía, por lo que su incumplimiento se entenderá como una infracción, incluso cuando la liquidación de estas operaciones sea justificada con acciones adquiridas posteriormente a lo largo de la sesión.

Por último, cabe recordar que la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores establece el régimen sancionador asociado al incumplimiento de las obligaciones en relación con las ventas en corto, que puede llegar a constituir una infracción muy grave cuando concurra, entre otras circunstancias, que la operación aumente el riesgo potencial o el retraso en la liquidación.

iii) Actividades de creación de mercado y operaciones del mercado primario.

El artículo 17 del reglamento exime de determinadas obligaciones a los creadores de mercado y a los operadores del mercado primario de deuda. Estas excepciones se refieren al régimen de transparencia (notificación y publicación de posiciones cortas netas) y a las restricciones sobre las ventas en corto descubiertas de acciones y deuda soberana.

Mientras que en 2013 la labor de la CNMV en esta área se centró fundamentalmente en evaluar las solicitudes de exención al amparo del artículo 17 del reglamento, en 2014 se realizaron diversas actuaciones destinadas a supervisar el uso de la referida exención por parte de los beneficiarios. Se tuvieron en cuenta para ello los principios generales que deben cumplir las entidades que pretendan hacer uso de la exención y los criterios que deben observar en su operativa, señalados en las Directrices de ESMA sobre la exención para las actividades de creación de mercado y las actividades de los operadores primarios autorizados en virtud del Reglamento (UE) n.º 236/2012.

### 10.1.2 Renta fija

Entre las labores de supervisión de los mercados de renta fija, en 2014 se prestó un especial interés a las siguientes:

- Operaciones de amortización anticipada realizadas a la par sobre saldos residuales, por parte de varias entidades financieras y algunas compañías industriales, que no habían sido objeto de recompra o de canje en ejercicios anteriores, obteniendo en algunos casos primas significativas sobre los precios de mercado, para descartar posibles supuestos de utilización de información privilegiada.

- Vigilancia del cumplimiento de los contratos de liquidez de renta fija, tanto en lo referido a la presencia de los proveedores como de las horquillas establecidas para los precios cotizados.
- Supervisión de la actividad en el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF). De manera complementaria, con la información disponible, se ha realizado un seguimiento de la actividad OTC sobre valores admitidos a negociación en este sistema multilateral de negociación. El recuadro 10.1, que ofrece, como se ha indicado, un resumen de la actualización de la regulación de los SMN contemplada en la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial, presenta también un resumen de la evolución del MARF durante el pasado ejercicio (véase, asimismo, el apartado 3.32).

### Los sistemas multilaterales de negociación en España

RECUADRO 10.1

El año 2014 ha sido un ejercicio de claroscuros en la actividad de algunos de los sistemas multilaterales de negociación establecidos en España, en concreto de los dos creados como alternativa para la financiación empresarial de entidades que, por distintas razones, no pueden acceder a los mercados oficiales o a otras fuentes tradicionales de financiación. Nos referimos al Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), centrado en valores de deuda privada, y al Mercado Alternativo Bursátil (MAB), centrado en las acciones. Ambos están dirigidos por sociedades rectoras encuadradas en el grupo Bolsas y Mercados Españoles (BME): el primero por AIAF Mercado de Renta Fija, S.A. y el segundo por BME Sistemas de Negociación, S.A. (BMESN), sociedad controlada en su totalidad por las cuatro sociedades rectoras de las bolsas de valores españolas<sup>1</sup>.

El MARF inició su andadura en octubre de 2013, si bien la primera emisión se incorporó pocos días antes del inicio de 2014, que fue su primer ejercicio completo. Su actividad durante el pasado año se resume como sigue (véase también el apartado 3.3.2):

- En bonos y obligaciones se han realizado 11 colocaciones con un nominal de 278 millones de euros (328 millones, si se incluye la emisión previa al inicio de 2014) correspondientes a siete entidades emisoras distintas. Cabe destacar que cinco de esas colocaciones provienen de un fondo de titulización de activos de pymes y que, entre los valores incorporados al mercado, hay una obligación diseñada con amortizaciones anuales vinculadas a la evolución de un proyecto, lo que sugiere que el MARF permite y admite distintos formatos de deuda corporativa.
- En pagarés se han incorporado 24 colocaciones con un nominal de 211 millones de euros, correspondientes a cinco programas distintos de otros tantos emisores.
- En cuanto a los tipos de emisores y emisiones que se han incorporado al mercado, en total hay 11 entidades emisoras distintas, de las que cuatro son sociedades cuyas acciones cotizan en las bolsas españolas y seis, nuevos emisores que han optado por buscar financiación a través de este mercado, además del fondo de titulización de activos de pymes mencionado.

- Finalmente, el saldo vivo en el MARF para el conjunto de las emisiones de deuda incorporadas en el mismo ha pasado de los 50 millones de euros al inicio de 2014 a los 500 millones al cierre de este ejercicio.

Las prestaciones en 2014 de un mercado alternativo incipiente y novedoso como es el MARF han sido notables, habida cuenta de que en todos los casos se trata de colocaciones dirigidas a clientes institucionales o profesionales, con un nominal mínimo de 100.000 euros por título. Cabe señalar que las propias características de los títulos incorporados en este mercado alternativo no lo hacen proclive a tener una negociación secundaria fluida, en la medida en que el elevado interés con el que se emiten invita a mantenerlos a vencimiento. Si bien es cierto que los tipos de interés de emisión incluyen una cierta prima de iliquidez, es de esperar que la ampliación progresiva del conjunto de inversores y una gestión eficaz por parte de la sociedad rectora de este mercado alternativo permitan elevar los volúmenes de contratación en el mercado secundario.

En el caso del MAB, debe puntualizarse que este SMN tiene cinco segmentos diferenciados de negociación con arreglo a los distintos tipos de entidades que su ámbito de actuación admite: sociedades de inversión de capital variable (SICAV), entidades de capital-riesgo (ECR), entidades o sociedades de inversión libre (SIL), empresas en expansión (EE) y sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMI).

Aunque el segmento con mayor peso en el MAB, tanto por el número de sociedades admitidas como en términos de capitalización, es el de SICAV, el más conocido de todos es, probablemente, el segmento para empresas en expansión. Como se indica en el apartado 2.6.2, en el que se comenta la evolución de este segmento y del MAB en su conjunto, el segmento EE registró cinco incorporaciones de nuevas empresas durante 2014. Al cierre del ejercicio contaba con 26 empresas, cuya capitalización se aproximaba a los 1.800 millones de euros. La negociación ascendió casi a los 1.700 millones de euros y la financiación obtenida por las empresas incorporadas durante el año llegó a los 125 millones de euros. Estos dos importes son, con diferencia, los más altos alcanzados hasta la fecha.

Los resultados del MAB en 2014 hubieran sido más destacables si no se hubieran producido ciertos incidentes protagonizados por algunas de las entidades que negocian en este mercado, que han puesto de manifiesto la necesidad de mejorar la calidad de la información financiera y de negocio suministrada por los emisores y su eventual supervisión.

El pasado mes de abril se publicó la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial que, entre otras medidas, contempla mejoras en la regulación española de los sistemas multilaterales de negociación, integrada básicamente en el título XI de la LMV. Sobre las mejoras introducidas, que se presentan más adelante, cabe realizar los dos apuntes preliminares siguientes:

- i) Las modificaciones planteadas no alteran el modelo de distribución de funciones y competencias vigente, por lo que las tareas de seguimiento,

supervisión y control de los SMN seguirán correspondiendo básicamente a sus entidades rectoras, aunque las facultades de supervisión y control de las que aquéllas disponían y las personas sobre las que recaen dichas facultades han quedado mejor perfiladas. En paralelo se ha introducido en la LMV un régimen de infracciones y sanciones que es específico para las personas sujetas a la supervisión de las entidades rectoras.

- ii) Las mejoras se orientan a intensificar los mecanismos de comunicación entre las entidades rectoras de los SMN y la CNMV en relación con las tareas y los resultados de la supervisión de los SMN por parte de las primeras, así como a reforzar la capacidad de la CNMV para solicitar información de dichas entidades rectoras.

Los cambios contemplados en la Ley de Fomento Empresarial sobre los SMN pueden resumirse como sigue:

- Se establece un máximo de 500 millones de euros para el valor de la capitalización sostenida de las acciones que negocien exclusivamente en un SMN, de forma que alcanzado ese límite durante al menos seis meses de manera continua, la sociedad emisora de las acciones afectadas deberá solicitar la admisión de estas en un mercado regulado, esto es, deberá pasar a cotizar en una bolsa.
- El reglamento del SMN debe establecer un marco al que se sujeten las relaciones entre asesores registrados y emisores, el ámbito y el alcance de las funciones que deben realizar los primeros y sus obligaciones. Entre estas figurará la de velar por el cumplimiento en forma y en fondo de las obligaciones de información de los emisores, entre las que se incluirán la descripción del tipo y naturaleza de sus actividades.
- El reglamento de cada SMN deberá describir el procedimiento a seguir para la exclusión de las acciones del SMN.
- La supervisión a realizar por las entidades rectoras de los SMN, así como el régimen disciplinario que haya de aplicarse, abarcarán tanto a emisores como a asesores registrados y otros participantes.
- Las entidades rectoras remitirán a la CNMV trimestralmente un informe sobre las actuaciones de supervisión realizadas de acuerdo con lo previsto en el reglamento del SMN. La CNMV podrá fijar el contenido y formato del informe, así como recabar de las rectoras la información adicional que sea precisa a fin de velar por el correcto funcionamiento del sistema.
- Se señala que la responsabilidad de elaborar la información a publicar sobre los emisores corresponde a las entidades emisoras y a sus administradores y que estos responderán de los daños y perjuicios causados a los inversores si tal información no reflejara una imagen fiel.
- Los deberes de comunicación a la CNMV que las sociedades rectoras ya tienen actualmente sobre incumplimientos normativos, anoma-

lías en la negociación y actuaciones que puedan constituir abuso de mercado se extienden a emisores, asesores registrados y otros participantes. Además, las sociedades rectoras, sobre la base de la información recabada de los emisores, deberán informar a la CNMV del incumplimiento por parte de estos de la normativa que les resulte aplicable.

- Se añaden dos nuevas infracciones, una en el régimen de faltas muy graves y otra en el de graves, específicas para miembros, emisores, asesores registrados y cualquier otra entidad participante en un SMN, por incumplimientos relevantes de las normas previstas en el título XI de la LMV y sus desarrollos, incluido el reglamento del SMN, que hayan puesto en grave riesgo la transparencia o la integridad del mercado o bien causado un daño patrimonial a los inversores.

La entrada en vigor de estas modificaciones normativas obligará a una revisión y actualización de los reglamentos de funcionamiento vigentes de los SMN, especialmente en el caso de los que se configuran como mercados alternativos a la financiación empresarial tradicional.

<sup>1</sup> En España están registrados otros dos SMN: el Sistema Electrónico de Negociación de Activos (SENAF), centrado en la negociación de deuda pública y deuda corporativa avalada, y Latibex, que ofrece negociación en valores de renta variable emitidos por compañías latinoamericanas. Sus sociedades rectoras son también AIAF Mercado de Renta Fija, S.A., en el primer caso, y BME Sistemas de Negociación, S.A. (BMESN), en el segundo.

### 10.1.3 Productos derivados

#### MEFF Exchange

Como parte de las tareas de supervisión de los productos derivados negociados en MEFF, se realizó una revisión de la operativa diaria y de la posición abierta, prestando especial atención a los contratos menos líquidos y a las operaciones de elevado volumen. Por otro lado, se analizó en detalle la negociación en fechas cercanas a la difusión de información relevante por parte de las compañías cuyas acciones se utilizan como subyacente en este mercado, así como la operativa previa a suspensiones de negociación.

Además, en las semanas de vencimiento de los contratos, se realizó un análisis específico de las operaciones de *roll-over* de posiciones de las cuentas con mayor posición abierta, particularmente en la sesión de vencimiento. Asimismo, se hizo un especial seguimiento del comportamiento del Ibex 35 durante el periodo de cálculo del precio de liquidación a vencimiento del contrato de futuro.

#### Mercado de Futuros del Aceite de Oliva (MFAO)

La supervisión en este mercado se centró en el seguimiento de la concentración de las posiciones abiertas, especialmente en las sesiones previas al vencimiento de los contratos.

También se analizaron las cotizaciones en los momentos previos a la finalización de la sesión al objeto de verificar que la formación de los precios de liquidación diaria se realizaba correctamente.

En septiembre de 2013 la junta general de MFAO ratificó el acuerdo del Consejo de no solicitar la autorización para constituir una entidad de contrapartida central de acuerdo con los requisitos establecidos en el EMIR y cesar en su actividad como mercado secundario oficial en septiembre de 2014, fecha en la que vencía el último contrato abierto a negociación. En paralelo, y con el objetivo de poder prestar servicios de negociación, acordó solicitar la autorización para la creación de un sistema multilateral de negociación regulado por el título XI de la Ley del Mercado de Valores en el que se negocien futuros sobre el aceite de oliva, que sería gestionado por una agencia de valores de nueva creación que, a tal efecto, constituiría la rectora.

En el proyecto presentado, las operaciones negociadas en el SMN no se van a compensar y liquidar ni en una entidad de contrapartida central ni en la Sociedad de Sistemas, sino en un sistema propio, en el que los miembros liquidadores serán responsables solidarios de cualquier pérdida derivada del incumplimiento de sus clientes (incluidos otros miembros que no sean miembros liquidadores) e incluso del incumplimiento de los otros miembros liquidadores.

Dado que la propuesta de sistema de compensación y liquidación es una figura novedosa, que no está explícitamente recogida en la regulación, durante 2014 se han revisado los diversos borradores remitidos por la rectora, de forma que la configuración del sistema se ajuste a lo previsto en la normativa.

### Segmento de *warrants*, certificados y otros productos

La labor de supervisión en el segmento de *warrants* se centró especialmente en la revisión de la operativa intradía relacionada con operaciones de contado, así como de la negociación previa a la publicación de información relevante. También se analizó en detalle la operativa relacionada con comunicaciones de operaciones sospechosas, además de aquellas operaciones y órdenes en las que se apreciaron comportamientos potencialmente irregulares.

Asimismo, continuó realizándose una supervisión diaria del cumplimiento de las obligaciones de los especialistas del segmento.

#### El desarrollo de la nueva normativa europea de mercados e instrumentos financieros

RECUADRO 10.2

El 14 de enero de 2014, el Parlamento y el Consejo Europeo alcanzaron un acuerdo sobre la actualización del régimen de los mercados e instrumentos financieros, recogido en la directiva todavía vigente, conocida como MiFID I<sup>1</sup>. La revisión está compuesta por dos textos normativos, una directiva<sup>2</sup> y un reglamento<sup>3</sup>, que fueron aprobados por el Parlamento Europeo el 15 de abril de 2014 y por el Consejo Europeo el 13 de mayo de 2014. La entrada en vigor de las nuevas normas, conocidas como MiFID II y MiFIR, respectivamente, se produjo el 2 de julio de 2014. Las obligaciones recogidas serán de aplicación



el 3 de enero de 2017, tanto para la directiva, que necesita de un proceso de trasposición, como para el reglamento, que resulta de directa y obligatoria aplicación.

Desde el punto de vista de los mercados financieros, el nuevo marco normativo centra su atención, entre otras cuestiones, en la transparencia, la negociación electrónica y de alta frecuencia, el fomento de la competencia entre las infraestructuras de negociación y compensación y la fijación de límites de posiciones y obligaciones de información en derivados sobre materias primas. Asimismo, se promueve la mejora de las herramientas y facultades de supervisión en las distintas áreas de actividad e instrumentos financieros afectados por la reforma, destacando la revisión profunda del sistema de comunicación de operaciones (*transaction reporting*) a las autoridades competentes.

Uno de los aspectos fundamentales de MiFID II es la imposición de un régimen armonizado de transparencia a productos a los que MiFID I no exigía esta obligación –principalmente, instrumentos de renta fija y derivados financieros–, así como la limitación en el uso de excepciones (*waivers*) a las obligaciones de pretransparencia sobre instrumentos de renta variable. Por otro lado, MiFID II incorpora importantes obligaciones de negociación para las acciones e instrumentos financieros derivados en determinadas circunstancias, limitando la operativa OTC<sup>4</sup>.

Los nuevos textos normativos incluyen numerosos mandatos a ESMA para la elaboración de asesoramientos técnicos y borradores de estándares técnicos que desarrollen los preceptos normativos. El pasado 22 de mayo de 2014, ESMA presentó a consulta pública una serie de propuestas y opciones preliminares con el objetivo de recabar la opinión de los sectores afectados sobre los diferentes mandatos. Posteriormente, el 7 y 8 de julio, tuvo lugar en París una audiencia pública en la que participaron representantes de la industria y en la que los representantes de ESMA dieron cuenta de los principales aspectos de los documentos a consulta.

Con las numerosas opiniones recibidas, ESMA revisó sus propuestas iniciales durante el último trimestre del año tanto para los asesoramientos técnicos, cuya finalidad es el desarrollo de normativa por parte de la Comisión Europea mediante actos delegados, como para los estándares técnicos. En el primer caso, ESMA remitió a finales de diciembre a la Comisión el documento final con sus propuestas.

Con respecto a los estándares técnicos, ESMA presentó a consulta pública en diciembre un nuevo documento de propuestas y celebró una nueva audiencia pública el 19 de febrero de 2015. Junto a los documentos a consulta, entre los que se incluyen resúmenes de las opiniones recabadas en la primera consulta y propuestas específicas de redacción jurídica de los estándares técnicos, ESMA publicó un documento de análisis de costes y beneficios sobre el contenido de las medidas que se analizan. La consulta finalizó el 2 de marzo de 2015.

Las propuestas de desarrollo técnico de ESMA tratan de dar respuesta a un elevado número de mandatos contenidos en las normas básicas de la reforma, destacando en particular los referidos a: i) aspectos concretos de la aplicación



del régimen de pre y postransparencia a los diferentes instrumentos financieros, ii) requisitos organizativos de las empresas de inversión y de los centros de negociación en relación con la negociación electrónica, iii) circunstancias en las que se puede denegar una solicitud de acceso a los mecanismos de compensación de una entidad de contrapartida central o a los datos de negociación de un centro de negociación y iv) aplicación de límites a las posiciones de derivados sobre materias primas. Las propuestas se refieren también a aspectos relacionados con la supervisión, como el detalle de la información del nuevo sistema de comunicación de operaciones, que se ve ampliada sustancialmente respecto al régimen anterior, o la información que deberán conservar las empresas de inversión y los centros de negociación para asegurar la trazabilidad de la operativa de los inversores.

Los trabajos de desarrollo del nivel técnico continuarán hasta la remisión de los borradores finales a la Comisión Europea en el próximo mes de julio de 2015.

- 1 Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo.
- 2 Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE.
- 3 Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012 (EMIR).
- 4 El lector interesado encontrará un detallado análisis de las principales novedades introducidas por la reforma de la MiFID en el ámbito de los mercados en CNMV (2014). «MiFID II: Cambios e implicaciones sobre los mercados de valores», en *Boletín de la CNMV*, Trimestre IV.

#### 10.1.4 Registro, contrapartida, compensación y liquidación

##### Iberclear

La CNMV tiene a su cargo la supervisión de los procesos de liquidación de Iberclear. La supervisión de las centrales depositarias de valores de Barcelona, Bilbao y Valencia recae en los gobiernos de sus respectivas comunidades autónomas.

En relación con la supervisión de liquidación de la renta variable, la CNMV lleva a cabo diariamente un control de los ciclos de la cuenta multilateral de liquidación (el de las 09:00, el de las 13:00 y el de las 15:00 horas), realizando un seguimiento de las ventas vencidas en su fecha límite de liquidación (D+3) y de las recompras. Asimismo, se realiza un seguimiento exhaustivo de los indicadores de eficiencia en la liquidación de cada uno de los participantes (porcentaje de operaciones e importes pendientes de liquidar en la fecha teórica de liquidación sobre el volumen contratado, así como nivel acumulado de las ventas vencidas). El seguimiento individualizado también se extiende a la operativa de ventas justificadas con préstamos de valores, tanto los constituidos con anterioridad a la venta como los constituidos con posterioridad, con el objeto de detectar posibles incumplimientos del Reglamento (UE) n.º 236/2012.

Como se indica en el apartado 5.1.2, durante el pasado ejercicio la actividad de liquidación de Iberclear-SCLV aumentó significativamente tanto en lo que se refiere al número de operaciones (22,5%) como al importe efectivo liquidado (25,2%). Los indicadores de ineficiencia del sistema, si bien han empeorado ligeramente, se mantienen en niveles muy reducidos. Concretamente, el efectivo no liquidado en plazo se situó en el 0,78% del total y el número de operaciones fallidas, en el 0,34%.

Por lo que se refiere al seguimiento de las incidencias en la liquidación de operaciones de AIAF y del Mercado de Deuda Pública en Iberclear-CADE, se ha podido apreciar un aumento de las primeras (24,48%), destacando las originadas por operaciones sobre emisiones de los fondos de titulización del déficit del sistema eléctrico (45% sobre el total de descubiertos). En cambio, en el Mercado de Deuda Pública estas incidencias han descendido un 7,12%, entre ellas las producidas por la imposibilidad de realizar el traspaso de títulos de las cuentas de Euroclear y Clearstream a Iberclear, debido a las diferencias horarias existentes en sus ciclos de liquidación.

En 2014, el Consejo de la CNMV aprobó el convenio suscrito entre Clearstream e Iberclear *Servicios de gestión automática de garantías para entidades participantes en el sistema de compensación y liquidación relativo a las operaciones realizadas en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones y en el Mercado de Renta Fija AIAF*, así como el proyecto de la correspondiente circular de Iberclear.

### Entidades de contrapartida central

Una parte muy relevante del esfuerzo supervisor se ha dedicado a verificar el cumplimiento, por parte de la entidad de contrapartida central española, BME Clearing, de las exigencias del Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registro de operaciones (EMIR), como parte de su proceso de autorización. En el apartado 5.2 se da cuenta de este proceso.

También se hizo un seguimiento detallado de las operaciones registradas y de sus plazos en MEFFRepo y MEFFPower. En el caso de MEFFRepo, se prestó especial atención a la actividad y posiciones abiertas de signo deudor y acreedor en las distintas entidades.

Asimismo, se analizó la evolución de la posición abierta y de las garantías solicitadas en cada uno de los segmentos, al objeto de verificar que estas cubrían adecuadamente el riesgo registrado.

### Proyecto de reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de valores

Durante 2014 se intensificaron los trabajos asociados al proceso de reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de valores. Desde el inicio del proyecto, que se remonta a febrero de 2010 con la publicación de un primer documento sometido a consulta pública, se ha avanzado notablemente y se han ido cubriendo etapas, con el horizonte de la migración a la nueva plataforma de liquidación de la renta variable a principios de octubre de 2015. En septiembre de 2014 se actualizó el documento *Reforma del Sistema de Registro, Compensación y Liquidación*, publicado por primera vez en mayo de 2013, en el que se reflejan los avances del proceso

de reforma<sup>3</sup>. Los cambios introducidos fueron consensuados con el sector y revisados por el Comité de Coordinación de la Reforma.

Cabe destacar, entre los avances del ejercicio, la elaboración de un proyecto normativo de modificación de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, que fue sometido a audiencia pública en materia de compensación, liquidación y registro de valores. Entre otros asuntos relevantes para la reforma, dicho proyecto recoge la creación de un sistema específico de información para la supervisión de las operaciones de compensación, liquidación y registro de valores, denominado «interfaz de poscontratación». Su objetivo es permitir la trazabilidad de las operaciones, el control de los riesgos y garantías, la correcta llevanza de los dos niveles del registro de titularidades y la correcta liquidación de las operaciones. Su creación será un elemento vital para la supervisión por la CNMV del adecuado funcionamiento de todas las fases de la poscontratación, toda vez que desaparecerán las referencias de registro, utilizadas actualmente como elemento de control.

El proceso de reforma no terminará con la migración a la nueva plataforma en octubre de 2015, ya que tan solo unas semanas después, en noviembre, se reducirá el plazo de liquidación desde los tres días actuales a los dos días que establece el Reglamento (UE) n.º 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores, y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento (UE) n.º 236/2012. La última fase de la reforma conllevará la migración de la plataforma CADE al nuevo sistema y la incorporación de Iberclear a T2S en febrero de 2017.

En el primer semestre de 2015 se deberán aprobar los reglamentos de las infraestructuras españolas de mercado y de poscontratación, así como un nuevo real decreto que sustituya al Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles. Para avanzar en estos desarrollos normativos, la CNMV está colaborando con el Ministerio de Economía y Competitividad, los organismos rectores de los mercados y los responsables de las infraestructuras de poscontratación.

#### Reglamento europeo sobre depositarios centrales de valores RECUADRO 10.3

Con fecha 28 de agosto de 2014 se publicó en el *Diario Oficial de la Unión Europea* el Reglamento (UE) n.º 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores (en adelante, el Reglamento de DCV).

El reglamento persigue la creación de un mercado integrado para la liquidación de valores, que no establezca distinciones entre las operaciones con valores nacionales y las transfronterizas, reduzca la complejidad normativa derivada de la existencia de diferentes normas nacionales en este ámbito y

3 Documento disponible en <http://www.cnmv.es/docportal/aldia/SituacionReforma24092014.pdf>. También puede consultarse un resumen ejecutivo del mismo en <http://www.cnmv.es/docportal/aldia/ResumenEjecutivo24092014.pdf>

promueva la competencia entre los DCV. Los participantes en el mercado podrán elegir a sus proveedores de servicios en esta área, lo que se traducirá en una menor dependencia respecto de determinadas infraestructuras de post-contratación.

Los aspectos más destacados de este nuevo texto legal son los siguientes:

- i) Promueve que el periodo de liquidación sea armonizado, de manera que tenga lugar como máximo dos días después del día de negociación para los valores negociados en centros de negociación (D+2), lo que reducirá las ineficiencias operativas, los riesgos en las transacciones transfronterizas y el coste para los inversores.
- ii) Los participantes en el mercado que no entreguen los valores en la fecha de liquidación acordada estarán sujetos a penalizaciones y tendrán que comprarlos en el mercado y entregarlos a sus contrapartes. Es decir, la operación fallida, en la mayoría de los casos, estará sujeta a recompra.
- iii) Los DCV deberán atenerse a estrictos requisitos prudenciales, de organización y conducta a fin de asegurar su viabilidad y la protección de sus usuarios. Asimismo, estarán sujetos a la autorización y supervisión de las autoridades nacionales competentes.
- iv) Todos los DCV autorizados podrán prestar libremente sus servicios en el territorio de la Unión Europea (pasaporte comunitario).
- v) Se establecen los mecanismos para autorizar a los DCV a prestar servicios auxiliares bancarios a sus participantes y a otras entidades.

ESMA está trabajando actualmente en el desarrollo de la norma mediante un grupo de trabajo en el que participan reguladores de valores y bancos centrales nacionales. Su objetivo es proporcionar asesoramiento técnico a la Comisión Europea y elaborar los proyectos de normas técnicas de regulación e implementación. Los borradores de desarrollo normativo que se elaboren se someterán a consulta pública por un periodo de dos meses.

Para llevar a cabo este trabajo, ESMA tiene en cuenta los principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero (*Principles for Financial Market Infrastructures*, PFMI) elaborados conjuntamente por el Comité de Pagos e Infraestructuras de Mercado (CPMI) e IOSCO, en línea con el considerando 6 del Reglamento de DCV.

Los principales asuntos que ESMA aborda en la preparación de las normas técnicas de regulación e implementación del reglamento son los siguientes:

- Las medidas que los DCV deben implantar a fin de prevenir, controlar y penalizar los fallos en la liquidación, incluidos los subsiguientes procesos de recompra. La norma técnica impone no solo requisitos a los DCV, sino también a todos los intervinientes en la cadena de negociación, entre ellos las plataformas de negociación, los miembros negociadores y los miembros compensadores.

- Los procedimientos de cobro y redistribución de las penalizaciones y cualesquiera otros ingresos que puedan derivarse de estas.
- Los pormenores del proceso de recompra, incluidos los plazos de entrega del instrumento financiero, que se calibrarán en función del tipo de activo, especialmente de su liquidez.
- La información que deberá presentarse a la autoridad competente cuando se solicite autorización como DCV, reconocimiento por parte de los DCV autorizados en terceros países o autorización para prestar los servicios bancarios auxiliares de la liquidación.
- La información que el DCV facilitará a la autoridad competente para que esta pueda llevar a cabo su evaluación.
- Los instrumentos de seguimiento de los principales riesgos de los DCV.
- Las medidas de conciliación que aseguren la integridad de la emisión, es decir, que el número de valores contabilizados de una emisión cuando esta se registra en el DCV coincida con la suma de los valores registrados de dicha emisión en las cuentas de valores de los participantes en el sistema de liquidación gestionado por el DCV.
- Los riesgos que deberá tener en cuenta el DCV al efectuar una evaluación exhaustiva de riesgos de una solicitud de acceso de un participante solicitante.
- La información que los internalizadores de la liquidación comunicarán trimestralmente a las autoridades competentes sobre el volumen y los valores agregados de todas las operaciones que liquiden al margen de los sistemas de liquidación de valores.

Respecto a los trabajos de asesoramiento técnico a la Comisión Europea, ESMA deberá fijar los parámetros que establecen el nivel de las penalizaciones aplicables a los participantes que causen fallos en la liquidación, así como establecer los criterios para determinar si las operaciones de un DCV en un Estado Miembro de acogida deben considerarse de importancia significativa para ese Estado Miembro.

ESMA está obligada a presentar el asesoramiento técnico a la Comisión Europea y los proyectos de normas técnicas antes del 18 de junio de 2015.

#### **10.1.5 Comunicación de operaciones ejecutadas sobre instrumentos financieros (artículo 59 bis de la LMV)**

El artículo 59 bis de la Ley del Mercado de Valores obliga a las empresas de servicios de inversión y a las entidades de crédito, así como a sus sucursales en España, a comunicar a la CNMV las operaciones sobre instrumentos financieros que hayan ejecutado. La comunicación deberá realizarse no más tarde del siguiente día hábil posterior a su ejecución.

Esta obligación tiene como objetivo principal facilitar la detección de prácticas de abuso de mercado. Además, puede ayudar a detectar posibles incumplimientos de las normas de conducta y facilitar el estudio de determinados comportamientos de mercado que son de interés para los reguladores.

La CNMV ha continuado incidiendo durante el pasado ejercicio en la necesidad de que las entidades no solo cumplan con esta obligación, sino que lo hagan remitiendo información con la calidad necesaria. Para ello, además de realizar semestralmente pruebas generales de calidad, se revisó individualmente la comunicación de operaciones de determinadas entidades. Basándose en los resultados de estos controles, la CNMV difundió, con carácter general, diversos avisos entre las entidades obligadas; asimismo, se remitieron 54 requerimientos individuales motivados tanto por omisiones de comunicación como por problemas con la calidad de la información suministrada.

En 2014 la CNMV ha recibido más de 188 millones de registros, remitidos por una media de 142 entidades obligadas. Así pues, el número de registros comunicados se ha incrementado un 55% respecto al año anterior, reflejando el aumento sustancial de la actividad en los mercados españoles, pero también una mejora significativa en el cumplimiento de la obligación de reportar las transacciones. Esta mejora se aprecia particularmente en el incremento de los registros canalizados mediante ficheros de remisión complementaria (RC), a través de los cuales se subsanan incidencias (comunicaciones omitidas y correcciones). Estos registros supusieron un 28% del total recibido por la CNMV. En conjunto, se recibieron 238 ficheros RC, un 42,5% más que el año anterior.

También se produjo un fuerte aumento tanto de los registros recibidos de otras autoridades competentes europeas como de los trasladados a estas. En el primer caso, la CNMV recibió más de 230 millones de registros, lo que supone un aumento del 80% con respecto al año anterior; en el segundo, la CNMV reenvió aproximadamente 48 millones de registros, un 77% más.

#### 10.1.6 Comunicación de operaciones sospechosas

El número de comunicaciones de operaciones sospechosas (COS) en 2014 en cumplimiento de la obligación contemplada en el artículo 83 quáter de la LMV ha ascendido a 130, un número similar al del año anterior.

El 67% de las comunicaciones recibidas se referían a un uso potencial de información privilegiada, apuntando, en más de la mitad de los casos, a una posible utilización en el contexto de grandes operaciones corporativas de las que se informó al mercado mediante hechos relevantes.

Cabe señalar que, a diferencia de otros años, en los que las COS referidas a operaciones sobre instrumentos negociadas en el MAB eran muy poco frecuentes, más del 22% de las comunicaciones recibidas en 2014 han versado sobre ejecuciones realizadas en este mercado, principalmente por uso de información privilegiada. Como dato relevante, cabe destacar que el 25% de las COS se concentran en cuatro valores, tres de ellos cotizados en el MAB. También se produjo un aumento de las COS sobre instrumentos de renta fija, aunque siguen siendo escasas.

Las comunicaciones recibidas de otros reguladores, por referirse a operaciones con instrumentos españoles, supusieron el 22,3% del total, duplicando prácticamente la

proporción del año anterior. Por su parte, las reenviadas por la CNMV a autoridades competentes extranjeras representaron el 5,4%, frente al 4,6% de 2013.

Al igual que en años anteriores, la CNMV procederá a informar a las entidades que han remitido comunicaciones sospechosas sobre la calidad de las mismas. Para ello se atenderá a lo establecido en los *Criterios de la CNMV sobre detección y comunicación de operaciones sospechosas*, así como a los criterios expuestos en las jornadas sobre COS celebradas en años anteriores.

## 10.2 Supervisión de las ofertas públicas de adquisición

### El precio de las ofertas voluntarias

Con carácter general, las ofertas voluntarias no han de formularse al precio equitativo que sí es preceptivo en las ofertas obligatorias.

Sin perjuicio de lo anterior, la formulación de una oferta voluntaria a un precio que no cumpla las reglas establecidas para que se considere un precio equitativo tiene como consecuencia la posibilidad de que el oferente alcance una participación de control que le exija presentar una nueva oferta obligatoria durante el mes siguiente a la finalización de la oferta voluntaria, en la que el precio deberá estar justificado mediante un informe de valoración y cumplir las reglas de precio equitativo. La norma exceptúa al oferente de dicha obligación cuando la oferta voluntaria se formula al precio equitativo o cuando recibe una aceptación equivalente al 50% de los valores comprendidos en la oferta, excluyendo del cómputo los que ya fueran atribuibles al oferente y los de accionistas que tuvieran algún acuerdo con el oferente relativo a la oferta.

Por ello, en el folleto de una oferta voluntaria debe explicarse si el precio cumple o no con dichas reglas. El hecho de que el precio no pueda considerarse equitativo no faculta a la CNMV para exigir su elevación en una oferta de tipo voluntario, pero sí puede requerir al oferente un informe de valoración y dicha circunstancia debe ponerse en conocimiento de los destinatarios de la oferta a través de la publicación del correspondiente acuerdo de autorización.

Como se indica en el apartado 2.5, en 2014 solo se produjo una oferta voluntaria, la de Ole Investments sobre Deoleo. El precio ofrecido no fue considerado inicialmente como equitativo, a pesar de que se adjuntaron dos informes de valoración. No obstante, el oferente acabó elevándolo hasta el mínimo requerido reglamentariamente para tal consideración.

### Las operaciones de compraventa forzosa

Las operaciones de compraventa forzosa pueden llevarse a cabo durante los tres meses siguientes a la finalización del plazo de aceptación de una oferta pública de adquisición formulada por la totalidad de los valores, siempre que reciba una aceptación equivalente al 90% o más de los derechos de voto a los que se dirija la oferta y que el oferente alcance un 90% o más del capital con derecho de voto de la sociedad afectada. El precio de las compraventas forzosas es el de la oferta previa. Las acciones que ya sean atribuibles al oferente conforme a las reglas aplicables y que acepten la oferta, deben excluirse del cómputo; las acciones adquiridas por el oferente al margen



del procedimiento de oferta tampoco se computan entre las aceptaciones de la oferta a estos efectos.

Cuando se trate de una oferta de exclusión, las operaciones de compraventa forzosa únicamente pueden realizarse si la oferta es formulada por un oferente distinto de la propia sociedad que solicita la exclusión, que se pospone a la fecha de liquidación de las operaciones de compraventa forzosa.

Este fue el caso de la oferta de exclusión de Grupo Tavex formulada por A.Y.U.S.P.E. Empreendimentos e Participações, S.A. y finalizada ya en 2015, que fue aceptada por el 93,25% de las acciones a las que se dirigió, alcanzando el oferente un 95,70% del capital. Posteriormente, en la operación de venta forzosa, el oferente se convirtió en socio único y, una vez liquidada la operación, los valores fueron excluidos de bolsa.

En cambio, en la oferta de exclusión de Ahorro Familiar formulada por Lindisfarne Investments, no pudieron realizarse las operaciones de compraventa forzosa a pesar de que la oferta recibió una aceptación equivalente al 97,20% de las acciones y el oferente alcanzó el 99,18% del capital, debido a que las aceptaciones incluían un 24,78% del capital que ya era atribuible al oferente de acuerdo con la información que consta en el folleto de la oferta y, por tanto, no alcanzó el 90% mínimo que resulta exigible.

### 10.3 Unidad de Vigilancia de los Mercados

La Unidad de Vigilancia de los Mercados (UVM) es la unidad de investigación de la Dirección General de Mercados para la detección de prácticas que constituyen abuso de mercado. La UVM realiza investigaciones en profundidad en situaciones en las que se ha podido utilizar información privilegiada o realizar prácticas de manipulación de mercado. En esas investigaciones también realiza otras comprobaciones relevantes para la integridad del mercado. En particular, revisa el cumplimiento de las obligaciones para la salvaguarda de la información privilegiada impuestas a los emisores de valores, a las entidades que prestan servicios de inversión o de asesoramiento de inversión y, en general, a cualquiera que la posea. También verifica el cumplimiento por parte de los intermediarios de la obligación de comunicar las operaciones sospechosas contempladas en el artículo 83 quáter de la LMV.

Tras la finalización de las investigaciones de la UVM, el Comité Ejecutivo de la CNMV estima si procede considerar la aplicación de medidas correctoras, entre ellas las disciplinarias. Siguiendo este procedimiento, en 2014 se han incoado 11 expedientes sancionadores que afectan a 20 personas, jurídicas o físicas.

- En seis expedientes sancionadores se imputa a diez personas, jurídicas o físicas, la realización de prácticas de manipulación de mercado. Los titulares de las operaciones investigadas son personas físicas o jurídicas que, de manera intensa, participan en la negociación de uno o más valores o instrumentos financieros con estrategias de corto plazo que alteran la libre formación de los precios.
- Las principales estrategias puestas de manifiesto en estas investigaciones son las siguientes:
  - i) Estrategia que consiste en introducir un elevado número de órdenes –se llega a duplicar el volumen negociado y se alcanza una frecuencia media



entre cada orden en torno a cinco segundos– alternando ciclos de compra de acciones con ciclos de venta de acciones, que se repiten numerosas veces a lo largo de la sesión y cuyos precios evolucionan generando una sucesión de oscilaciones con pequeños movimientos de precios entre un nivel superior y un nivel inferior. Las ejecuciones realizadas mediante esta estrategia representan como mínimo el 40% de todas las ejecuciones y acaparan volúmenes, tanto de compra como de venta, que superan el 20% de la negociación. Además, se emite un elevado número de órdenes de pequeño tamaño, que no incorporan una auténtica intención de compra o de venta, sino que tienen como finalidad producir un cambio en el equilibrio de la oferta y la demanda del que se beneficia este titular, al introducir en el lado opuesto una operación que sí busca ejecutarse al nivel de precios que han marcado las órdenes previamente introducidas por el propio titular.

- ii) Estrategia que consiste en introducir numerosas órdenes de compra y venta durante toda la sesión en un determinado valor pero, en especial, durante la subasta de cierre, en la que las órdenes de compra acaparan más del 60% de la negociación y generan incrementos de precio respecto de los últimos negociados antes del periodo de cierre. Esta estrategia, que impide la libre formación de los precios en el mercado donde se negocia el valor, se acompaña con operaciones en una plataforma de negociación de contratos por diferencia, en los que se toman y deshacen posiciones en contratos con ese valor como subyacente.
- iii) Estrategia que consiste en que un único decisor, para un grupo de titulares, genera mediante una operativa de compras o de venta con posición relevante en la negociación una tendencia alcista o bajista de la cotización de un valor en contra de la tendencia del mercado, mediante compras o ventas ejecutadas de forma agresiva para alguno de los titulares del grupo y, seguidamente, deshace la posición, incluso cruzando operaciones con otros titulares del grupo. Durante esta operativa, se altera la libre formación de los precios, generalmente con una posición de dominio.

- En cuatro expedientes sancionadores una de las personas imputadas por la operativa realizada sobre sus propias acciones es un emisor.

En todos estos casos, el denominador común es la presencia relevante del emisor, directamente o a través de sociedades controladas, en la negociación de sus propias acciones.

Las sociedades cotizadas pueden realizar operaciones sobre sus propias acciones si esas operaciones responden al lícito interés del emisor por facilitar a los inversores unos volúmenes adecuados de liquidez y profundidad del valor; si se pretende minimizar los posibles desequilibrios temporales que puedan existir entre la oferta y la demanda; o si siguen un mandato de la Junta General de Accionistas de adquirir un paquete de acciones para posteriormente amortizarlo, canjearlo o venderlo a un determinado inversor o en el mercado. Pero las operaciones sobre acciones propias realizadas en el mercado de valores por un emisor o sus sociedades dependientes no deben utilizarse para distorsionar la libre formación de los precios, en tanto que suponen una sustitución en el mercado de las posiciones de oferta y demanda de terceros independientes, elementos que deben conformar la libre formación de precios. En consecuencia, cuando las órdenes dadas y las ejecuciones realizadas por el propio emisor o por sociedades dependientes impiden que los precios se formen con

la concurrencia de una pluralidad de titulares independientes, bien por las características de las órdenes dadas o bien por el volumen que representan las ejecuciones realizadas, se ha estimado que constituyen una práctica de manipulación de mercado, tanto en volumen como, en su caso, en la cotización de las acciones propias.

En las investigaciones realizadas que han dado lugar a estos cuatro expedientes sancionadores, se han puesto de manifiesto las prácticas siguientes:

- Emisión de órdenes de compra de acciones de un emisor, por parte de una sociedad dependiente del propio emisor, que representan más del 50% del volumen medio negociado en las 30 sesiones previas y que al ejecutarse en el mercado han provocado compras de acciones que acaparan volúmenes superiores al 50% de la negociación. Esta actuación ha generado una posición dominante sobre la negociación de las acciones del emisor que falsea la libre formación de los precios, ha impedido la caída de la cotización y ha favorecido una tendencia de mantenimiento en el precio de cierre de esas acciones. Se ha acompañado de actuaciones que generan engaño en el resto de los participantes en el mercado, en tanto que se ha superado el límite establecido para la comunicación de adquisición de acciones de la sociedad dominante y no se han realizado las preceptivas comunicaciones de operaciones de autocartera a la CNMV para su difusión en el mercado.
- Compras sobre acciones propias siguiendo un patrón de actuación que tiene como resultado la concentración del volumen adquirido por el emisor en la última media hora de negociación y en los propios periodos de cierre de la sesión, en los que las órdenes de compra de acciones propias dadas suponen el 71% del total negociado en esa franja horaria. El resultado de estas compras es el de alterar la formación de los precios, con órdenes y ejecuciones que sostienen en cada sesión el valor en un determinado nivel de precios.
- Compras de acciones propias por encima del 25% del volumen negociado, ejerciendo una posición de dominio, y ejecutadas a precios generalmente superiores a la última transacción realizada por terceros. Durante los periodos de cierre, las órdenes introducidas por el emisor han llegado a acaparar hasta el 50% de la negociación y las ejecuciones realizadas han provocado de forma recurrente una corrección al alza del precio de cierre respecto de los precios previos de la sesión. Esta actuación ha generado la alteración de la formación de los precios por la libre concurrencia de terceros.
- Compras de acciones propias de un emisor durante la sesión, incluido el periodo de cierre, que superan el 25% de la negociación y que rompen una tendencia bajista, en especial con su operativa en la subasta de cierre, en la que llega a acaparar el 75% del volumen negociado. La operativa desarrollada por el emisor durante las subastas de cierre falsea la libre formación de los precios, al tomar una posición de dominio que impide que esos precios se formen por la participación de terceros independientes de la propia sociedad.
- En tres expedientes sancionadores se ha imputado a tres empresas de inversión por no comunicar a la CNMV las operaciones de sus clientes como sospechosas de falsear la libre formación de los precios.
- En un expediente sancionador se ha imputado a una persona física que desempeñaba el cargo de representante de un consejero persona jurídica en el consejo

de administración de un emisor, por recomendar la realización de operaciones en acciones del emisor, estando en posesión de información privilegiada, obtenida en el ejercicio de esa representación. La persona que recibió la recomendación efectuó seguidamente operaciones en acciones del emisor, con las que obtuvo una ventaja lucrativa respecto del resto de participantes en el mercado.

También durante 2014, el Comité Ejecutivo ha adoptado la decisión de remitir al Ministerio Fiscal la información recabada por la UVM sobre las operaciones en acciones de un emisor efectuadas por dos personas jurídicas vinculadas a directivos o consejeros del emisor, por la posible comisión de un delito de uso de información relevante.

Asimismo, cumplimentando decisiones del Comité Ejecutivo, se enviaron durante el pasado ejercicio tres cartas admonitorias. En particular, cabe destacar la remitida a un emisor, por la realización de operaciones de autocartera de forma intensa en un periodo breve de tiempo, que en otras circunstancias podrían llegar a falsear la libre formación de los precios, para que adopte en su Reglamento Interno de Conducta normas que limiten cuantitativamente las operaciones sobre sus propias acciones.

De manera recurrente, la UVM acude a los supervisores y reguladores de otras jurisdicciones para solicitar su colaboración al amparo de los acuerdos multilaterales o bilaterales de consulta, cooperación e intercambio de información suscritos por la CNMV. Como en años anteriores, el regulador y supervisor del Reino Unido ha sido en el año 2014 el principal destinatario de las solicitudes de colaboración internacional formuladas por la UVM. También se ha solicitado esta colaboración a otros supervisores, entre ellos Suiza, Dinamarca y EEUU.



Durante el pasado ejercicio, la CNMV continuó impulsando la actuación supervisora temprana con carácter preventivo, tanto en el ámbito de los servicios de inversión como en el de las instituciones de inversión colectiva. En el primer caso, desempeñaron un papel fundamental los controles destinados a verificar el cumplimiento de las normas de conducta en la comercialización de productos complejos, particularmente en relación con las evaluaciones de idoneidad y conveniencia, así como en la prestación de servicios de asesoramiento y gestión discrecional de carteras (véase recuadro 11.1). También destacaron los controles dedicados a la comprobación del cumplimiento de las directrices de ESMA sobre la remuneración al personal de la red comercial.

En el segundo caso, la atención volvió a centrarse especialmente en los conflictos de interés y en la información que reciben los partícipes. El notable crecimiento del sector aconsejó, asimismo, realizar controles específicos sobre la comercialización de los productos con mayor demanda.

El ejercicio contempló dos novedades normativas de considerable calado. La primera es el nuevo marco regulador de los mercados e instrumentos financieros, que dota a los supervisores de instrumentos de intervención más potentes para asegurar el cumplimiento de las normas de conducta. La segunda viene dada por la nueva Ley de Capital-Riesgo y las modificaciones de la Ley de IIC, ambas como consecuencia de la trasposición a nuestro ordenamiento jurídico de la Directiva sobre gestores de fondos de inversión alternativos (véase recuadro 11.3). Cabe destacar, asimismo, una consulta pública de la CNMV en torno a una propuesta de clasificación de instrumentos financieros e identificación de productos especialmente complejos (véase recuadro 11.2), que se recogerá en una próxima circular.

### 11.1 Entidades proveedoras de servicios de inversión

La CNMV supervisa el cumplimiento de los requisitos prudenciales y de las normas de conducta de las empresas de servicios de inversión (ESI) contempladas en el artículo 64 de la Ley del Mercado de Valores (LMV); esto es, las sociedades y agencias de valores, las sociedades gestoras de cartera (SGC) y las empresas de asesoramiento financiero. Supervisa igualmente a las entidades de crédito y ahorro (ECA) en relación con el cumplimiento de las normas de conducta en sus actividades como proveedores de servicios de inversión (artículo 65.1 de la LMV), así como a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (IIC), que también pueden prestar, con la debida autorización, algunos servicios de este tipo (artículo 65.2 de la LMV)<sup>1</sup>.

---

1 En concreto, las SGC pueden prestar servicios de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión, asesoramiento en materia de inversión y custodia y administración de las participaciones de los fondos de inversión y, en su caso, de las acciones de las sociedades de inversión.

Durante 2014 la CNMV continuó dedicando una especial atención, dentro de su actividad de supervisión, a los aspectos relacionados con los procesos de comercialización de productos complejos entre clientes minoristas. Igualmente ha mantenido su esfuerzo por llevar a cabo actuaciones de supervisión marcadas por objetivos preventivos, actuando de forma temprana para detectar y atajar lo antes posible problemas potenciales para los inversores.

Como resultado de estas actuaciones, la CNMV remitió durante el ejercicio un total de 877 requerimientos a las entidades supervisadas, de los que 679 tuvieron su origen en la supervisión a distancia (véase cuadro 11.1), frente a los 1.770 cursados en 2013. Este descenso se explica, fundamentalmente, por la remisión de un número significativamente mayor de comunicaciones informativas al sector en dicho ejercicio, en particular, escritos referidos al procedimiento de remisión de requerimientos electrónicos.

### Supervisión de ESI/ECA: requerimientos remitidos por la CNMV en 2014

CUADRO 11.1

Tipo de requerimiento	A distancia	In situ	Total
Por información fuera de plazo	310	11	321
Solicitud de información	162	98	260
Medidas correctoras o recomendaciones	100	38	138
Otras comunicaciones	107	51	158
<b>Total</b>	<b>679</b>	<b>198</b>	<b>877</b>

Fuente: CNMV.

#### 11.1.1 Normas de conducta y requisitos organizativos

##### Actuaciones de carácter preventivo en el ámbito de los productos comercializados entre clientes minoristas

Dentro de las actuaciones de supervisión temprana con objetivos preventivos del pasado ejercicio, destacan especialmente las realizadas en las áreas siguientes:

- La supervisión del cumplimiento de normas de conducta que afectan específicamente a la comercialización de productos complejos. En concreto, en distintas actuaciones rutinarias se ha revisado la aplicación de los procedimientos que las entidades han desarrollado para cumplir lo dispuesto en la Circular 3/2013, de 12 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre obligaciones de información en el ámbito de conveniencia e idoneidad. Además, se ha publicado en la página web de la CNMV un documento de preguntas y respuestas sobre esta circular con el objeto de transmitir a las entidades las pautas que la Comisión considera adecuadas para el cumplimiento de diversos aspectos de la norma y así facilitar su comprensión y la adaptación de las entidades a la misma.

Entre este tipo de actuaciones, es interesante señalar que la CNMV realizó un análisis puntual del resultado obtenido por los inversores de contratos por diferencias (*contracts for differences*, CFD) en las entidades más activas en este producto, que acumulaban una cuota de mercado del 85%. La inversión en

CFD no es adecuada para todos los inversores, ya que requiere conocimientos del mercado y un seguimiento constante, por lo que se valoró la necesidad de profundizar en esta operativa. Los resultados del estudio, que partía de los resultados individuales obtenidos durante casi dos años (desde el 1 de enero de 2012 hasta el 31 de octubre de 2013) por parte de los 8.000 clientes de las entidades consideradas, ponían de manifiesto que las pérdidas llegaban a ser muy significativas en algunos casos. La CNMV publicó finalmente una advertencia al público en la que se señalaba que el 75% de quienes invierten en CFD pierden dinero.

- La supervisión del asesoramiento y la gestión discrecional de carteras materializadas en distintas clases de una misma IIC. Además de incluir la revisión de este aspecto en las inspecciones rutinarias, se ha llevado a cabo una serie de inspecciones puntuales de alcance limitado para verificar si existen prácticas inadecuadas en esta área. El detalle y las conclusiones derivadas de estas actuaciones se recogen en el recuadro 11.1.
- La supervisión del cumplimiento de las Directrices de ESMA sobre remuneración al personal de la red comercial. La CNMV ha incorporado a sus programas de trabajo la revisión del cumplimiento de las recomendaciones de ESMA en este ámbito, realizando diversas observaciones a las entidades examinadas con la finalidad de que revisen los controles internos y los sistemas de remuneración establecidos, de forma que no generen riesgos potenciales de ventas inadecuadas.

Cabe señalar, asimismo, otras iniciativas que se enmarcaron dentro de esta línea de actuación temprana. Una de ellas fue la revisión de los procesos de colocación entre los inversores minoristas de emisiones de productos complejos que requieren una especial atención del supervisor, por ejemplo en el caso de los productos estructurados. En relación con estas revisiones, se exigió que la entidad colocadora advirtiese al cliente de la diferencia existente entre el valor razonable y el precio de colocación del instrumento en los casos en los que esa diferencia era significativa. Otra actuación en la misma línea fue el envío de comunicaciones a las entidades colocadoras de ofertas públicas de venta (OPV) relevantes en las que se recordaban determinadas normas de conducta aplicables a esta actividad y cuyo adecuado cumplimiento se consideraba esencial para la protección de los inversores minoristas.

Junto con estas actuaciones, la CNMV sometió a consulta pública, en el mes de septiembre, un documento con propuestas para establecer un sistema de clasificación de productos financieros que permita advertir a los inversores sobre su riesgo y complejidad, así como identificar productos especialmente complejos que no resulten adecuados para los inversores no profesionales. En el recuadro 11.2 se recogen las propuestas concretas contenidas en esta iniciativa, que ya se han traducido en un proyecto de circular de la CNMV sometido, a su vez, a consulta pública en enero de 2015.

Conviene destacar, por último, que en abril de 2014 la CNMV emitió un comunicado público confirmando a las entidades que prestan servicios de inversión que tendrá en cuenta para su labor supervisora los dictámenes de ESMA referidos a prácticas MiFID para la comercialización de instrumentos financieros complejos y a las buenas prácticas para el diseño, emisión y comercialización de productos estructurados; como ya anticipó el Informe Anual de 2013.

**Supervisión de la distribución entre clientes minoristas de clases de acciones de IIC con igual política de inversión y diferentes condiciones económicas en los ámbitos del asesoramiento en materia de inversión y gestión discrecional de carteras**

RECUADRO 11.1

Una práctica habitual de las sociedades gestoras para remunerar a los intermediarios por la distribución de IIC es la retrocesión de una parte de las comisiones aplicadas de forma periódica a las IIC gestionadas (generalmente, de la comisión de gestión). Con frecuencia el importe de las retrocesiones se determina en función de las posiciones invertidas en la IIC, de forma que el distribuidor siga percibiendo retrocesiones mientras sus clientes mantengan su inversión en aquella.

Con la entrada en vigor de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID I), se establecieron ciertos requisitos para la percepción de incentivos de terceros, entre ellos, que redundaran en una mejora de la calidad del servicio prestado al inversor y que no entorpeciesen la obligación de actuar en el interés óptimo del cliente. Esta normativa, que resulta aplicable, entre otros casos, a la percepción de retrocesiones de comisiones por la distribución de IIC, quedó traspuesta a nuestro ordenamiento jurídico mediante el artículo 79 de la Ley del Mercado de Valores y se desarrolló mediante el artículo 59 del Real Decreto 217/2008<sup>1</sup>.

Con la próxima entrada en vigor de MiFID II, la nueva directiva relativa a mercados de instrumentos financieros<sup>2</sup>, el esquema de retribuciones descrito se verá modificado, no permitiéndose las retrocesiones de comisiones en el ámbito de la gestión de carteras ni en determinados ámbitos del asesoramiento en materia de inversión. Algunas jurisdicciones como el Reino Unido y Holanda se han anticipado a este cambio, aplicando una prohibición general de la retrocesión de comisiones por la distribución de IIC.

Coincidiendo con todo ello, se advierte un incremento en el número de clases de acciones emitidas por las IIC con condiciones económicas diferenciadas. Numerosas IIC están compuestas por compartimentos de inversión, que difieren entre sí por su estrategia inversora y a los que se puede acceder mediante la adquisición de diferentes clases de acciones. Cada una de estas clases asegura derechos económicos distintos a sus tenedores. Las gestoras las diseñan con una perspectiva comercial, para captar diversos tipos de clientes. El aumento en el número de clases de acciones que se observa ahora puede estar reflejando una adaptación del sector al nuevo marco regulador.

La CNMV ha venido destacando que, en aplicación del deber de actuar en el mejor interés de sus clientes, los distribuidores de IIC deben ofrecerles la clase de acciones que les resulte más beneficiosa, siempre que sus condiciones objetivas se adapten al inversor. Este aspecto debe analizarse, especialmente, al realizar recomendaciones de inversión en el ámbito del asesoramiento o al determinar la composición de las carteras gestionadas por cuenta de los clientes. En 2009 se realizó una comunicación pública en la que se subrayaba tal obligación y, desde entonces, esta cuestión se ha considerado



un área de análisis de especial interés supervisor, por lo que se han llevado a cabo numerosos trabajos en este terreno.

Durante 2014, y en línea con lo indicado en el Plan de Actividades del ejercicio, una de las áreas de especial interés supervisor para la CNMV ha sido la revisión del asesoramiento y la gestión discrecional de carteras materializadas en diferentes clases de acciones de una misma IIC. Esta área ha sido objeto de análisis en las diversas inspecciones rutinarias realizadas y también mediante actuaciones de supervisión de carácter específico, en las que la revisión ha alcanzado un porcentaje relevante del mercado.

En los ámbitos del asesoramiento y la gestión discrecional, dichas actuaciones han puesto de manifiesto la dificultad operativa existente para adaptar la selección de clases a las características y volumen de suscripción de cada cliente, de forma que pueda asegurarse que cada uno de ellos tiene acceso a la clase con las condiciones económicas más beneficiosas de entre las disponibles. En ocasiones los distribuidores se han enfrentado a dicha dificultad operativa mediante un análisis simplificado que les ha llevado a seleccionar exclusivamente una o dos de las clases disponibles, descartando de antemano otras que resultan más beneficiosas para algunos de sus clientes. La CNMV considera que dichas aproximaciones resultan insuficientes, siendo exigible una adaptación plena a las características de las operaciones de los clientes, aun cuando conlleve mayores dificultades operativas. Como es habitual, a las entidades en cuyos procedimientos empleados se han detectado debilidades se les ha requerido que adopten las medidas necesarias para que no se reproduzcan en el futuro, ya que esa es la prioridad de las actuaciones supervisoras. Asimismo, cuando se ha considerado necesario, atendiendo a las circunstancias concurrentes en el caso, la CNMV ha propuesto la adopción de medidas sancionadoras.

1 Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

2 Directiva 214/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE.

## Advertencias al cliente sobre instrumentos financieros

RECUADRO 11.2

La transparencia informativa de los instrumentos financieros que se distribuyen entre el público constituye uno de los pilares fundamentales de las normas de conducta que rigen la prestación de servicios de inversión. En los últimos años se viene observando una creciente sofisticación de los productos ofrecidos a los clientes minoristas, de forma que, en respuesta a una demanda de mayores rentabilidades, se les está facilitando el acceso a instrumentos financieros cada vez más complejos. Los casos de comercialización inadecuada de este tipo de productos ocurridos en nuestro mercado han puesto de manifiesto deficiencias en la comprensión de su naturaleza, así como riesgos por parte de los clientes cuando toman una decisión de inversión.

Por ello, siguiendo las recomendaciones de la Subcomisión sobre la Transparencia en la Información de los Instrumentos Financieros e Hipotecarios de las Entidades de Crédito, creada en el seno de la Comisión de Economía y Competitividad del Congreso de los Diputados por iniciativa de esta y de la Defensora del Pueblo, el Plan de Actividades de la CNMV para 2014 preveía analizar, con la participación del sector, la viabilidad de un sistema de clasificación que proporcione información al inversor sobre el nivel de riesgo y sobre la complejidad de los instrumentos financieros de una manera sencilla.

En septiembre de 2014, la CNMV sometió a consulta pública un documento al respecto en el que, además –atendiendo a la facultad para exigir cuantas advertencias estime necesarias prevista en el artículo 79 bis 3 de la LMV– se abordó la identificación de aquellos instrumentos financieros que no resultan adecuados por su especial complejidad para los inversores no profesionales y sobre los que los inversores minoristas merecían recibir una advertencia. Adicionalmente, se citaba la posibilidad de desarrollar advertencias sobre dos aspectos que entrañan especial dificultad para los inversores minoristas: el valor razonable del instrumento financiero en el momento de su adquisición y la estimación de su posible evolución futura.

Una vez recibidas y valoradas las observaciones de la industria y de las asociaciones de consumidores, la CNMV publicó un Proyecto de Circular en el mes de enero de 2015 en el que se contemplaba la realización de advertencias a los clientes minoristas referidas a los siguientes cuatro puntos básicos:

- i) El establecimiento de un sistema para prevenir a los clientes minoristas acerca del riesgo y la complejidad de los instrumentos financieros de una manera muy sencilla y gráfica, a través de un indicador del riesgo que se complementa con sendas alertas sobre su liquidez, en su caso, y sobre su complejidad. Este sistema, además de advertir al inversor sobre estas características esenciales del producto, facilitaría la comparación con otros productos.

El esquema que se propone consiste en un indicador sintético que presenta una escala de cinco niveles de riesgo asociados a otros tantos colores, que iría acompañado de alertas de liquidez y complejidad. Se utilizaría una metodología sencilla para clasificar los instrumentos, basada en criterios cualitativos como la existencia de un compromiso de devolución de capital a vencimiento, el plazo residual y la evaluación crediticia del emisor. Estos elementos se incluirían en las comunicaciones publicitarias y en la información sobre el instrumento financiero que las entidades faciliten a los clientes minoristas, con carácter previo a la prestación de un servicio de inversión.

El sistema propuesto constituye una primera aproximación al nivel de riesgo de un instrumento y debe complementarse con una información detallada sobre las características y riesgos inherentes a los instrumentos financieros que permita tomar decisiones de inversión fundadas. No pretende sustituir a los sistemas internos de clasificación de los instrumentos financieros utilizados por las entidades para la evaluación de la idoneidad y conveniencia, puesto que los objetivos que se persiguen son diferentes.

- ii) La identificación de determinados instrumentos financieros que no resultan adecuados por su especial complejidad para los inversores no profesionales. Para estos productos, lo que se propone es realizar una advertencia específica al cliente en el sentido de que no resultan adecuados para los inversores minoristas. Además, para asegurar, en su caso, que se ha producido un consentimiento informado y que la protección de los inversores minoristas resulta efectiva, se estima conveniente que el cliente así lo haga constar en un escrito de su puño y letra y firmado por él.
- iii) Advertencias sobre el valor razonable del instrumento financiero con carácter previo a su contratación. Con el fin de que se informe adecuadamente a los inversores minoristas sobre los costes de su inversión, resulta conveniente que, con carácter general, para cierto tipo de productos complejos que por su naturaleza no resultan suficientemente transparentes en los costes que asume el inversor –como es el caso de los instrumentos de deuda convertible contingente, de los productos estructurados y de los derivados OTC– se establezca el deber de advertir de la estimación que la entidad comercializadora haga respecto a su valor razonable. Para asegurar que la protección de los inversores minoristas resulta efectiva, se estima necesario que, en aquellos casos en los que exista una diferencia significativa entre el importe efectivo por el que va a realizarse la transacción y el valor razonable estimado del instrumento, la entidad comercializadora advierta al inversor de forma destacada de dicha circunstancia.
- iv) Advertencias sobre el resultado del producto en diferentes escenarios. Igualmente, resulta conveniente que, para cierto tipo de productos complejos en los que la comprensión de su posible rendimiento futuro pueda entrañar dificultades para los inversores no profesionales, como es el caso de los productos estructurados y derivados OTC, se proporcione a los clientes, con carácter previo a su contratación, información cuantificada sobre el resultado estimado del producto en diferentes escenarios, junto con su probabilidad de ocurrencia, lo que permitiría una mejor valoración de los mismos.

Durante el periodo de audiencia pública diversas entidades y asociaciones remitieron sus observaciones al Proyecto de Circular. Entre ellas cabe destacar las referidas a la duda sobre la existencia de habilitación suficiente de la CNMV para aprobar las medidas propuestas, su oportunidad y costes teniendo en cuenta la aplicación del nuevo Reglamento (UE) n.º 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de noviembre, sobre documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista y a los productos de inversión basados en seguros (conocido como Reglamento PRIIPS a partir del año 2017 y el escaso plazo con el que contarían las entidades para implantar las modificaciones necesarias en sus sistemas, así como diversas cuestiones técnicas.

Tras una valoración detallada de todas las observaciones recibidas, la CNMV considera que no existe contradicción alguna entre el Proyecto de Circular y la normativa vigente y que dispone de habilitación suficiente para su aproba-

ción. Por otra parte, entiende que los contenidos de la circular permitirían una mejora significativa de la protección de los inversores, en la línea de lo que supone la aplicación del Reglamento PRIIPS.

Por ello, a expensas de la opinión del Consejo de Estado sobre el Proyecto de Circular, la CNMV ha considerado oportuno continuar adelante con dicho proyecto incorporando diversas modificaciones, que tienen en cuenta gran parte de las observaciones técnicas realizadas por la industria, como el aumento de las categorías de instrumentos financieros definidas por su nivel de riesgo, que pasan de cinco a siete; la simplificación del concepto de estructura compleja con el objeto de determinar los instrumentos financieros especialmente complejos para los inversores minoristas; la eliminación de la obligación de informar de los escenarios probables de ocurrencia en las operaciones de cobertura; o la flexibilización de algunas obligaciones en caso de contratación reiterada, así como en supuestos de actualización del indicador de riesgo. Por último, y atendiendo a las observaciones de la industria y a la experiencia supervisora, se ha ampliado a cuatro meses el plazo para la entrada en vigor del indicador de riesgo. Así, la nueva propuesta de circular recoge en gran medida las preocupaciones técnicas del sector y está en línea con el objetivo del Reglamento PRIIPS de conseguir una adecuada protección del inversor.

Una vez integrados los ajustes señalados en el texto sometido a audiencia pública, la CNMV acordó en marzo de 2015 la remisión (a través del Ministerio de Economía y Competitividad) del Proyecto de Circular al Consejo de Estado, solicitando su informe preceptivo.

### Otras actuaciones supervisoras en materia de conducta

Por lo que respecta a los análisis rutinarios, en las inspecciones realizadas en 2014 la supervisión de las normas de conducta se centró en el análisis de los procedimientos de evaluación de la adecuación de los productos a los clientes (evaluaciones de conveniencia e idoneidad) y del cumplimiento de las obligaciones de información respecto a los instrumentos financieros comercializados, tanto con carácter previo a la prestación del servicio de inversión como con posterioridad, especialmente respecto a instrumentos complejos comercializados entre clientes minoristas.

Las inspecciones detectaron, entre otras, las siguientes incidencias: i) deficiencias en la metodología empleada para la evaluación de la conveniencia, que permitía que, en determinados casos, se obtuviese un resultado conveniente para la contratación de instrumentos complejos sin que quedase acreditada la suficiencia de los conocimientos y la experiencia inversora del cliente; ii) deficiencias en la evaluación de la idoneidad, que permitían que a un cliente se le asignase finalmente un perfil más arriesgado que el que le correspondía según sus objetivos de inversión; iii) falta de acreditación de la entrega al cliente de la documentación informativa respecto a la naturaleza y riesgos de los productos; iv) ciertos desajustes entre el perfil de riesgo de los clientes y el riesgo de los productos o carteras asesorados y deficiencias en el registro de recomendaciones; v) inclusión en carteras gestionadas y recomendación de clases de una misma IIC menos ventajosas para el inversor que otras a las que

podría acceder; y vi) una indebida catalogación del servicio prestado como ejecución de órdenes de clientes, y no como gestión de carteras siguiendo el criterio de ESMA, en el caso de la operativa realizada por cuenta de los clientes utilizando algoritmos puestos a su disposición por la entidad.

Finalmente, en la revisión de la actividad de las empresas de asesoramiento financiero (EAFI) durante el ejercicio, volvieron a detectarse en alguna entidad diferencias en las recomendaciones formuladas a clientes con el mismo perfil que no están suficientemente soportadas ni documentadas.

### Verificación de los requisitos organizativos

Respecto a los requisitos organizativos, se detectaron, entre otras, debilidades en el desempeño de las funciones de control, no solo en relación con su independencia según el tamaño y la actividad de la entidad, sino también en cuanto a la necesidad de revisión de sus tareas, de acuerdo con las disposiciones de la nueva Circular 1/2014, de 26 de febrero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre los requisitos de organización interna y de las funciones de control de las entidades que prestan servicios de inversión. En relación con esta circular, debe señalarse que la CNMV publicó una *Guía de procedimientos de las funciones de control interno* que contiene una relación de buenas prácticas referidas a las funciones de cumplimiento normativo, gestión de riesgos y auditoría interna.

En varias inspecciones se detectaron manuales y políticas que presentaban catálogos de riesgos incompletos o referencias normativas desactualizadas, por lo que se ha trasladado por escrito a las entidades afectadas la obligación de desarrollar un procedimiento de revisión y actualización de los procedimientos internos de control más efectivo. También destacaron las incidencias por la falta de establecimiento de áreas de análisis o cuenta propia separadas, defectos en la prevención de los conflictos de interés y debilidades en el control de la actividad de empleados y agentes con relación al código de conducta. Asimismo, las revisiones volvieron a poner de manifiesto que algunas entidades cuentan con un procedimiento de identificación y revelación de incentivos deficiente.

Por último, a raíz de la detección de incidencias en el procedimiento de gestión, asignación de órdenes y acreditación de desgloses en una entidad, la CNMV incorporó a su actuación inspectora un módulo de auditoría informática de los soportes digitales utilizados por la entidad para el desarrollo de esta actividad.

La revisión de los informes sobre protección de activos de clientes (IPAC) es una pieza esencial de la comprobación de los requisitos organizativos. Durante el pasado año se revisaron los informes correspondientes al ejercicio 2013 y en total se recibieron 213 IPAC, cuyo detalle por tipo de entidad se presenta en el cuadro 11.2. Como puede apreciarse, todas las entidades sujetas a esta obligación remitieron el correspondiente informe. No se registraron incidencias relevantes que pudieran suponer desfases en los activos propiedad de los clientes.

En 2014, ESMA y EBA emitieron conjuntamente unas directrices sobre la gestión de las quejas y reclamaciones aplicables tanto en el sector de los valores como en el bancario. La CNMV ha manifestado a ESMA su intención de cumplir con estas directrices y también la ha hecho pública a través de su página web. Asimismo ha remitido una comunicación al respecto a las principales asociaciones del sector.

## Informes sobre protección de activos de clientes (IPAC)

CUADRO 11.2

	2013		2012	
	N.º de entidades registradas	N.º de entidades no sujetas <sup>1</sup>	N.º de IPAC	N.º de IPAC
Entidades de crédito nacionales	142	23	119	123
Sociedades y agencias de valores	82	28	54	59
Sucursales de entidades de crédito extracomunitarias	7	5	2	2
Sociedades gestoras de cartera	5	0	5	5
Sociedades gestoras de IIC	96	63	33	26
<b>Total</b>	<b>332</b>	<b>119</b>	<b>213</b>	<b>215</b>

Fuente: CNMV. (1) Entidades que no realizan actividades sujetas a revisión de requisitos organizativos.

Las citadas directrices recogen cuestiones sobre la organización de la gestión de las quejas y reclamaciones, los procedimientos para su tramitación y la información que las entidades deben facilitar a los reclamantes. Con carácter general, estos criterios están recogidos en la normativa española en vigor y resultan aplicables tanto a las entidades que prestan servicios de inversión como las sociedades gestoras de IIC.

En relación con estas directrices, la CNMV ha llevado a cabo en 2014 un análisis horizontal para una muestra significativa de entidades que prestan servicios de inversión. El análisis se extendía a diversos aspectos de la gestión de reclamaciones de clientes y de reporte de las mismas en los estados reservados. Sus conclusiones se trasladarán a las entidades durante los primeros meses de 2015.

### 11.1.2 Requisitos prudenciales

La supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión se realiza desde dos ámbitos complementarios. Por un lado, se analiza la situación económico-financiera y la viabilidad patrimonial de todas las empresas de servicios de inversión a través de las normas de la Ley de Sociedades de Capital. Por otro lado, se supervisa que las empresas de servicios de inversión sujetas a la normativa de solvencia estén dotadas con fondos propios suficientes para asumir los riesgos asociados a la actividad que desarrollan. Gran parte de esta supervisión se basa en la información remitida de forma periódica a la CNMV, que se complementa con inspecciones *in situ*.

Durante el pasado ejercicio se mantuvo un estrecho seguimiento de las entidades que habían registrado incidencias patrimoniales o de solvencia. En general, la situación del sector es holgada en cuanto a fondos propios, y solo unas pocas entidades han necesitado recurrir a sus accionistas para reforzarlos.

Junto con los controles periódicos de cumplimiento de coeficientes, la CNMV también concede una gran importancia a las revisiones de los informes de autoevaluación del capital y de solvencia que están obligadas a realizar las entidades. En la revisión de estos informes durante el pasado año se aprecia una reducción en las incidencias tanto formales como de contenido.

### 11.1.3 Cambios normativos

#### Trasposición y desarrollo de la normativa prudencial europea inspirada en Basilea III

El 27 de junio de 2013 se publicaron en el *Diario Oficial de la Unión Europea* la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión (que requería ser traspuesta a la legislación nacional) y el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión (de aplicación directa, sin necesidad de trasposición). Estas normas, junto con una serie de reglamentos delegados y de ejecución de aplicación directa (algunos ya publicados en el *Diario Oficial* de la Unión Europea y otros pendientes de publicación) constituyen el marco normativo conocido como Basilea III.

En el año 2014 se ha continuado con la labor de trasposición a la normativa española de la Directiva 2013/36/UE, que ya se inició en 2013 a través del Real Decreto-ley 14/2013, de 29 de noviembre, que modificó, entre otras, la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en las materias que se consideraban imprescindibles y más urgentes con el objetivo de que entraran en vigor el 1 de enero de 2014. Así, el 27 de junio de 2014 se publicó en el *Boletín Oficial del Estado* la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito, que, a través de su disposición final primera, ha modificado la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, incorporándose a la normativa nacional buena parte del contenido de la Directiva 2013/36/UE. Se prevé que este proceso de trasposición de la directiva culmine en 2015 con la publicación de un real decreto que modificará el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión, actualmente en vigor.

Asimismo, en junio de 2014 se publicó en el *Boletín Oficial del Estado* la Circular 2/2014, de 23 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre diversas opciones regulatorias en materia de solvencia para las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables. Esta circular ha desarrollado, en el ámbito de las empresas de servicios de inversión, las materias que el Reglamento (UE) n.º 575/2013 deja a la discrecionalidad de las autoridades competentes.

#### Novedades en el ámbito de los requisitos de organización interna y de las funciones de control

En el pasado ejercicio se publicó la Circular 1/2014, de 26 de febrero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre los requisitos de organización interna y de las funciones de control de las entidades que prestan servicios de inversión. Esta circular, que deroga la Circular 1/1998, de 10 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre sistemas internos de control, seguimiento y evaluación continuada de riesgos, actualiza y clarifica las últimas disposiciones normativas europeas y algunas de las recomendaciones recogidas por ESMA en sus directrices.

Junto con esta norma, la CNMV publicó en su web una *Guía de procedimientos de las funciones de control interno* (cumplimiento normativo, gestión de riesgos y audi-



toría interna). Aunque no tiene carácter normativo y, por tanto, no establece nuevas obligaciones, transmite al sector y, en concreto, a las entidades que prestan servicios de inversión, indicaciones que la CNMV considera adecuadas para el desarrollo de los procedimientos de control contemplados en la normativa en vigor en la fecha de emisión de este documento.

### **Nuevos requisitos de información para facilitar la supervisión de las actividades de comercialización de instrumentos financieros entre los clientes minoristas**

Con el objetivo de poder monitorizar de forma más eficiente los distintos tipos de instrumentos comercializados entre los clientes minoristas, se ha publicado la Circular 3/2014, de 22 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifican la Circular 1/2010, de 28 de julio, de información reservada de las entidades que prestan servicios de inversión y la Circular 7/2008, de 26 de noviembre, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las empresas de servicios de inversión, sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo, a la luz de la experiencia acumulada desde la entrada en vigor de estas últimas.

Mediante esta circular se incrementa la periodicidad con la que determinadas entidades –básicamente aquellas que cuenten con un elevado volumen de clientes minoristas o las que se muestren más activas en la comercialización de instrumentos complejos– deberán remitir determinados estados reservados (los relativos a colocación, recepción, transmisión y ejecución de órdenes). La periodicidad de remisión pasa a ser trimestral, además de anual. Con ello se persigue una mayor eficacia que redunde en una actuación supervisora temprana y preventiva.

Igualmente, se modifican algunos modelos de estados reservados, solicitando información más precisa respecto a determinadas características de los instrumentos financieros. En particular, se pretende mejorar la información relativa a las características que ayuden a identificar el grado de complejidad de los instrumentos. Asimismo, la nueva circular homogeneiza otros tipos de información que ya se venían recabando con el objetivo de mejorar su comparabilidad y tratamiento en la actividad supervisora.

Los cambios introducidos en la Circular 7/2008, de 26 de noviembre, por la Circular 3/2014, de 22 de octubre, persiguen, fundamentalmente, un tratamiento coherente de los estados reservados con la nueva información exigida, aunque no comporten cambios de gran calado. Cabe reseñar, por otra parte, que la Circular 3/2014 modifica la periodicidad de la información que remiten las EAFI a la CNMV, que pasa de ser semestral a anual.

### **MiFID II**

Dentro de las iniciativas europeas destinadas a reforzar la protección del inversor, merece destacarse, en primer lugar, la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE, conocida como MiFID II, que viene acompañada del Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012 (EMIR),



conocido como MiFIR. Estas normas deberán empezar a aplicarse en enero de 2017, aunque la directiva debería estar traspuesta a nuestra normativa en junio de 2016.

ESMA está trabajando actualmente en el desarrollo de dichas normas, siguiendo, por una parte, un mandato de asesoramiento técnico de la Comisión Europea y, por otra, elaborando las normas técnicas vinculantes. Como se indica en el recuadro 10.2, ESMA ya hizo llegar su asesoramiento técnico a la Comisión Europea a finales de diciembre de 2014. Por lo que respecta a las normas técnicas, deberá enviar su propuesta de estándares técnicos regulatorios a la Comisión en julio de 2015, y en enero de 2016, la de los estándares técnicos de implementación.

Las nuevas normas introducen cambios muy importantes tanto en la regulación de las infraestructuras de mercado (véase resumen en el recuadro 10.2) como en las normas de conducta aplicables a los proveedores de servicios de inversión. Las novedades más importantes en el segundo caso son las siguientes<sup>2</sup>:

- i) Se confieren nuevos poderes de intervención de productos y servicios tanto a los supervisores nacionales como a los europeos (en este segundo caso la intervención será en todo caso temporal). Los supervisores podrán prohibir o restringir la comercialización de determinados productos, o un tipo de práctica o actividad financiera concreta, cuando exista una preocupación significativa por la protección del inversor, o una amenaza a la integridad y el funcionamiento ordenado de los mercados financieros o de materias primas o a la estabilidad de la totalidad o una parte del sistema financiero.
- ii) Se extiende el ámbito de aplicación a productos típicamente bancarios como son los depósitos estructurados con garantía de devolución del capital. Asimismo, se modifica la Directiva 2002/92/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 9 de diciembre de 2002, sobre la mediación en los seguros, con la finalidad de que algunas normas contempladas en MiFID II, como las de prevención de conflictos de intereses, información a clientes o incentivos, sean aplicables a determinados productos de inversión basados en seguros.
- iii) Se revisa el régimen aplicable para la determinación de productos complejos. En particular, se consideran complejos determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) estructurados.
- iv) Se regulan por primera vez determinados aspectos relativos a las prácticas de venta cruzada (*cross-selling*), en las que se ofrece la adquisición, generalmente de forma vinculada, de dos o más productos. En particular, las entidades deberán informar al cliente de si es posible comprar los diferentes productos por separado y de cuáles son los costes y comisiones por contratar cada componente por separado.
- v) Se incorporan diversas obligaciones de información precontractual aplicables a la prestación del servicio de asesoramiento. En particular, las empresas deberán informar al cliente sobre si el asesoramiento que prestan es independiente, si está basado en un análisis amplio o más restringido del mercado y si la enti-

---

2 El lector interesado encontrará un detallado análisis de las principales novedades introducidas por la reforma de la MiFID en el ámbito de las normas de conducta de los intermediarios en Bravo San Juan, E. (2014). «Novedades de la MiFID II en la protección del inversor», en *Boletín de la CNMV*, Trimestre IV.

dad llevará a cabo un seguimiento de la idoneidad de los instrumentos recomendados. Asimismo, se obliga a especificar cómo se adecúa el asesoramiento prestado a las características del cliente, aspecto que ya ha anticipado en cierta medida el ordenamiento jurídico nacional a través de la Circular 3/2013 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

- vi) Se prohíbe a las empresas que presten servicios de asesoramiento independiente y de gestión discrecional de carteras recibir incentivos de terceros. Esto permite conseguir un mayor grado de transparencia y constituye una forma de eliminar los conflictos de interés. Para el resto de servicios de inversión, se refuerza la obligación de información de los incentivos, y en la normativa de desarrollo se concretarán los requisitos para que puedan percibirse, así como el tratamiento aplicable a los servicios de análisis financiero.
- vii) Se establecen por primera vez diversos requisitos aplicables a las fases del desarrollo y lanzamiento de productos, entre ellos el establecimiento de políticas y procesos de aprobación adecuados, la determinación de un público objetivo y la evaluación periódica de si el producto sigue respondiendo a las necesidades de ese público. Se pretende evitar que se ofrezcan a los clientes productos con un perfil de riesgo o rentabilidad no adecuado para el inversor.
- viii) Se amplían las obligaciones de información a clientes. Entre ellas pueden destacarse las referidas a los costes del servicio y de los instrumentos financieros, explícitos o implícitos, así como a la información periódica.
- ix) Se incluyen, finalmente, diversas disposiciones relativas a la necesaria formación y la adecuada capacitación del personal que vende productos de inversión o asesora a los clientes, así como a los sistemas de remuneración y evaluación del rendimiento del personal, utilizados con el objetivo de evitar que entren en conflicto con el deber de actuar en el mejor interés del cliente.

También merece destacarse la publicación del Reglamento (UE) n.º 1286/2014, de 26 de noviembre, sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista empaquetados y los productos de inversión basados en seguros (PRIIPS, por sus siglas en inglés). Este reglamento será de aplicación en enero de 2017. En la actualidad se trabaja en los desarrollos de nivel 2.

Esta norma define el contenido de un documento informativo para todos los productos conocidos como PRIIPS, en los que el retorno ofrecido al inversor depende de la evolución de uno o varios activos o valores de referencia distintos de un tipo de interés, y de que pertenezcan tanto al sector bancario como al de seguros o valores. El principal objetivo de este documento (KID, por sus siglas en inglés) es lograr que la información suministrada al cliente minorista antes de la contratación sea comparable entre los diferentes productos, comprensible y se presente de forma homogénea.

## 11.2 Supervisión de las instituciones de inversión colectiva (IIC)

La realización de análisis preventivos constituyó también el principal rasgo distintivo de la supervisión de las IIC durante el pasado ejercicio. En este caso, dos de los principales objetivos de las actuaciones supervisoras son asegurar que las sociedades gestoras de IIC previenen y, en su caso, resuelven los conflictos de interés de

forma apropiada y que los partícipes o accionistas reciben información suficiente sobre sus inversiones.

Como siempre, la CNMV combinó en sus actuaciones la supervisión a distancia con la presencial (inspecciones *in situ*). La primera se apoya en el análisis, principalmente, de los estados de información financiera que las IIC remiten con periodicidad mensual a la CNMV, entre ellos el listado de posiciones individuales de los activos en cartera y de los derivados de todas las IIC registradas. La segunda se centra en aspectos menos estandarizados o más específicos de las IIC.

Las actuaciones de supervisión presencial desarrolladas en 2014 dieron lugar a la remisión de 1.326 escritos a las entidades supervisadas. De dicho total, 498 consistieron en requerimientos por información presentada fuera de plazo, en su mayor parte informes de auditoría de las IIC, y otros 207 en requerimientos de información. Las incidencias detectadas en las revisiones dieron lugar a la remisión de 558 escritos en los que se solicitaba la adopción de medidas correctoras o de mejora, o se formulaban recomendaciones para solucionarlas. Por último, se enviaron 63 escritos correspondientes a otro tipo de comunicaciones, principalmente respuestas a consultas.

#### Supervisión de IIC: requerimientos remitidos por la CNMV en 2014

CUADRO 11.3

	Actuaciones		Total
	A distancia	<i>In situ</i>	
Por información fuera de plazo	498	0	498
Solicitud de información	161	46	207
Medidas correctoras o recomendaciones	503	55	558
Otras comunicaciones	18	45	63
<b>Total</b>	<b>1.180</b>	<b>146</b>	<b>1.326</b>

Fuente: CNMV.

#### 11.2.1 Supervisión de requisitos prudenciales y normas de conducta

La supervisión que la CNMV realiza de las IIC se desarrolla fundamentalmente en dos niveles. Uno de ellos consiste en la realización de análisis periódicos generales, dirigidos al control permanente de aspectos tales como la suficiencia de medios de las gestoras de IIC, la adecuación de los controles internos, la prevención de los conflictos de interés y el cumplimiento de los coeficientes legales y los requisitos de aptitud de las inversiones. El otro nivel recoge los análisis no recurrentes, sean generales o específicos, de cuestiones que surgen o se detectan en la dinámica supervisora.

#### Controles periódicos

Los principales controles de este tipo realizados durante 2014 fueron los siguientes:

- Control de legalidad de las IIC. La normativa de las IIC establece unos requisitos mínimos de diversificación de las carteras, limita la tipología de los activos en los que pueden invertir estas instituciones y establece unos coeficientes mínimos de liquidez que permitan atender los reembolsos. Además, la norma-

tiva exige mantener un patrimonio y número de partícipes y accionistas mínimo que asegure el carácter colectivo de las IIC.

Teniendo en cuenta lo anterior, durante el pasado año se han continuado realizando los análisis que velan por el cumplimiento de los diferentes límites y coeficientes que deben cumplir las IIC. Los incumplimientos de carácter sobrevenido en los límites de diversificación (esto es, motivados por la concurrencia de circunstancias ajenas a la voluntad de las gestoras, como la reducción de patrimonio por reembolsos) han sido las incidencias más numerosas, así como los de carácter estructural de las IIC (incumplimientos de los mínimos de patrimonio, capital y partícipes). Respecto a los excesos sobrevenidos, en general estos se resuelven en los plazos legales establecidos sin incidencias.

- Análisis sobre el cumplimiento de los límites de la operativa en derivados. Dada su especial casuística y las obligaciones especiales de comunicación a la CNMV asociadas a esta operativa, se realiza, sobre todo, un análisis específico de la evolución de las gestoras para detectar situaciones que pudieran sugerir la existencia de debilidades en sus sistemas de control. En general, los análisis de este tipo realizados durante el pasado año no detectaron vulnerabilidades significativas. El nivel de apalancamiento de las IIC mediante la operativa en derivados es reducido.
- Análisis de rentabilidades. Se analizan las rentabilidades atípicas en las IIC. El procedimiento seguido para la detección de estas rentabilidades atípicas consiste en la construcción de un índice de referencia diario para cada IIC. A partir de este índice se calcula la rentabilidad teórica de cada institución y se analizan las diferencias estadísticamente significativas para contrastar si el valor liquidativo es razonable o fiable.

Este tipo de análisis permitió detectar en 2014 algunas deficiencias en los procedimientos de valoración de determinados activos en cartera de las IIC, especialmente inversiones en otros fondos, derivados OTC y divisas. También se detectaron en algunas gestoras errores contables o administrativos.

### Controles no recurrentes

Los principales controles de este tipo fueron los siguientes:

- Análisis de la operativa OTC en las IIC con objetivo concreto de rentabilidad (garantizado y no garantizado). Se pretendía con este análisis: i) comprobar que la valoración de la IIC era correcta (ante la complejidad que presenta la valoración de estos productos, sobre todo por la dificultad para determinar los *inputs* y los parámetros necesarios); ii) verificar si el proceso de gestión era adecuado tanto en el momento del lanzamiento de la estructura como a lo largo de la vida del objetivo de rentabilidad, con el fin de asegurar que existe un importe de posiciones pactadas suficiente en relación con el patrimonio existente; y iii) detectar situaciones generadoras de posibles conflictos de interés en aquellos casos en los que la entidad gestora, la contrapartida y la entidad garante están vinculadas por pertenecer al mismo grupo económico.
- Análisis de la inversión de las IIC en valores de renta variable que, por su reducida iliquidez y el volumen de inversión, pudiesen impactar negativamente en la capacidad de atender reembolsos de las IIC. Este análisis se complementó con

una revisión de los procedimientos de control de liquidez de aquellas gestoras en las que la presencia de los valores mencionados resultaba más significativa.

- Verificación de la adaptación de las IIC españolas declaradas como instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS) a la opinión de ESMA sobre la no aptitud de los *hedge funds* en el coeficiente de libre disposición del 10%.
- Análisis del impacto en las IIC del anuncio de entrada en situación concursal de un grupo financiero. Se evaluó la exposición de las IIC por posiciones mantenidas en activos de renta fija emitidos por dicho grupo financiero. También se analizó la operativa de compraventa realizada en los meses anteriores al anuncio, con el objetivo de detectar posibles situaciones generadoras de conflictos de interés.
- Control para verificar el cumplimiento por parte de los fondos de inversión de la política de inversión especificada en su folleto. El control se realizó mediante una muestra, siendo uno de los factores de muestreo la ratio de Sharpe. Las infracciones detectadas, en general reducidas y concentradas en el incumplimiento de los porcentajes mínimos de renta variable, fueron objeto de requerimiento.
- Análisis, también basado en una muestra, para verificar la corrección de las prácticas de comercialización y la inexistencia de conflictos de interés en fondos con volúmenes elevados de suscripciones tras el cambio de ciclo en la industria de la inversión colectiva.

Junto con estos análisis específicos de carácter general, se han realizado muchos otros por cuestiones que afectaban a entidades individuales: inversión en activos no aptos, cálculo de comisiones, imputación de gastos a fondos, valoración de la cartera y conflictos de interés.

### Controles relativos a los requisitos prudenciales y organizativos de las sociedades gestoras

Al igual que el año anterior, la CNMV ha dedicado una especial atención a la supervisión de los requisitos prudenciales y organizativos aplicables a las sociedades gestoras de IIC en un contexto caracterizado por el fuerte crecimiento de los activos administrados por el sector (véase capítulo 6). Debe señalarse que el impacto de la reestructuración del sector en las sociedades gestoras parece haber terminado y que su número no se modificó con respecto a 2013, por lo que se mantiene en 96 entidades.

En lo que se refiere al nivel de los recursos propios de estas entidades, el cumplimiento de los requisitos se realizó de manera holgada con carácter general. No obstante, aun teniendo en cuenta las modificaciones legales previstas respecto a la disminución del mínimo requerido, la CNMV ha mantenido un estrecho seguimiento de las entidades en las que se detectó un margen reducido en el cumplimiento del requisito de solvencia. Debe señalarse que en algunas SGIIC el incremento en los volúmenes de gestión ha forzado la realización de aportaciones de capital para mantener los niveles de recursos propios necesarios.

Asimismo, se ha continuado analizando la información aportada en los informes enviados por la unidad de auditoría interna de las SGIIC acerca del grado de cumplimiento de la normativa aplicable sobre control interno en dichas entidades.

Por último, cabe destacar que en las inspecciones realizadas durante este ejercicio se han detectado dos incidencias con cierta reiteración:

- Un inadecuado procedimiento de transmisión de órdenes, que no permitía acreditar documentalmente, de manera objetiva, verificable y no manipulable, que las decisiones de inversión a favor de una determinada IIC o cliente se adoptasen con carácter previo a la transmisión de la orden al intermediario.
- Una estructura organizativa que no garantizaba el ejercicio independiente de las funciones de control interno: auditoría interna, cumplimiento normativo y control de riesgos. En estos casos, una o varias de estas funciones estaban asignadas a unidades dentro de la gestora que dependían de personas que, o bien no gozaban de la suficiente autoridad para promover la independencia de su ejercicio, o bien eran asimismo responsables de otras funciones que podían entrar en conflicto con las de control. También se han detectado incidencias relacionadas con la falta de independencia y la existencia de conflictos en el ejercicio de las funciones de control delegadas en entidades ajenas al grupo de la gestora; en particular, cuando se delega la auditoría interna en proveedores de servicios que, simultáneamente, bien de manera directa o a través de entidades en las que confluyen intereses comunes, reciben la delegación de otras funciones de control interno (cumplimiento normativo o control de riesgos).

Al margen de la exigencia de medidas correctoras en todos los casos identificados, se ha iniciado la tramitación de expedientes sancionadores en los casos de reiteración de incumplimientos ya detectados en inspecciones precedentes o por la concurrencia de las debilidades de control interno con otras circunstancias agravantes de la situación.

### 11.2.2 Información a inversores

La regulación de las IIC prevé el envío a la CNMV de los informes de auditoría y cuentas anuales, información que debe entregarse también a los inversores como parte del informe anual. Todos estos documentos resultan fundamentales para el desarrollo de las funciones de supervisión que la CNMV tiene encomendadas y, por ello, se ha prestado atención al cumplimiento de los plazos de presentación establecidos, a los requisitos formales exigidos y, sobre todo, a las posibles salvedades y párrafos de énfasis recogidos en la opinión del auditor. En el ejercicio 2014, coincidiendo con un contexto más favorable para el sector, se advierte una disminución del número de salvedades y párrafos de énfasis en relación con ejercicios precedentes.

Como en el ejercicio anterior, el documento de datos fundamentales para el inversor (DFI) también ha merecido una atención destacada en la actuación supervisora. En particular, se ha verificado su entrega en la suscripción de fondos de inversión, con todos los datos que la norma exige, incluidos los relativos al gráfico de rentabilidades históricas y la cifra de costes totales. Se comprobó que la mayor parte de las gestoras estaban entregando el DFI en papel sin integrar estos datos, por lo que se requirió a las entidades que subsanaran estas incidencias lo antes posible.

Con posterioridad, se solicitó a estas gestoras una muestra de las operaciones de suscripción, a efectos de comprobar si se estaba entregando al inversor el DFI con los datos de gastos totales y rentabilidades históricas adecuadamente integrados en el documento,

tal y como se habían comprometido previamente. Se detectó un número reducido de gestoras que aún no lo estaban haciendo, por lo que fueron objeto de requerimiento para que a la mayor brevedad cumplieren con su compromiso. Asimismo, se observó que algunas gestoras no estaban acreditando adecuadamente la documentación legal en las suscripciones de las IIC, por lo que también fueron objeto de requerimiento.

### 11.2.3 Supervisión de gestoras de IICIL e IIC de IICIL

Durante el pasado ejercicio, la supervisión de las IICIL ha consistido fundamentalmente en el análisis de los niveles de riesgo y del cumplimiento de los requisitos estructurales (patrimonio y número mínimo de partícipes y accionistas).

En cuanto a las IIC de IICIL, la supervisión de la CNMV se ha centrado especialmente en el seguimiento de los procesos de liquidación en curso, con la finalidad de verificar si las gestoras han actuado con la debida diligencia y si proporcionan a los inversores una información adecuada sobre estos procesos. Cabe recordar que la crisis financiera ha tenido un impacto notable sobre este tipo de instituciones, propiciando una drástica reducción de su número.

### 11.2.4 Supervisión de los depositarios de IIC

La actuación supervisora de la CNMV en este ámbito se apoya tanto en los controles a distancia como en las inspecciones presenciales. En el primer caso, los controles se centran sobre todo en la revisión de los informes que los depositarios deben remitir semestralmente a la CNMV en relación con su propia función de supervisión y vigilancia de las IIC (Circular 3/2009 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de 25 de marzo, sobre el contenido del informe semestral de cumplimiento de la función de vigilancia y supervisión de los depositarios de instituciones de inversión colectiva). En estos informes, los depositarios deben hacer constar todos los incumplimientos normativos o anomalías que hayan detectado en la gestión o administración de las IIC, tanto de carácter financiero como inmobiliario, junto con las observaciones que la gestora o, en su caso, la SICAV, hubiera podido realizar tras serle comunicada la anomalía por el depositario.

En este tipo de controles, se presta especial atención a las incidencias de valoración comunicadas por las entidades depositarias, los incumplimientos de la política de inversión, las operaciones no realizadas en régimen de mercado y las diferencias de conciliación de saldos de tesorería y valores. La revisión no solo permite detectar prácticas deficientes por parte de las gestoras de IIC, sino también valorar si los depositarios están realizando correctamente sus funciones.

Cabe señalar que, dentro de las inspecciones a distancia, los controles anteriores se vieron complementados en 2014 por la supervisión del cumplimiento de la función de depositaria en dos entidades de crédito. Estas revisiones cubrieron tanto la función de custodia de los activos propiedad de las IIC como la función de supervisión y vigilancia de la actividad de las gestoras. Asimismo, se analizó la estructura, medios e independencia de la actividad de depositaria en el seno de la organización de estas dos entidades.

En cuanto a las actuaciones *in situ*, se ha realizado durante el ejercicio una inspección a un depositario. También se ha analizado de forma indirecta el cumplimiento



de las funciones que la normativa atribuye a los depositarios en el ámbito de las inspecciones realizadas a gestoras de IIC (19 en el ejercicio 2014).

De forma específica, durante 2014 se ha seguido haciendo hincapié en la verificación del adecuado control que el depositario ejerce sobre la disposición de los activos de las IIC que, por razones técnicas, no están directamente bajo su custodia (por ejemplo, cuando el depositario no es una entidad adherida a un determinado sistema de compensación y liquidación). El resultado de estas comprobaciones ha sido, en términos generales, satisfactorio.

### 11.2.5 Supervisión de las IIC inmobiliarias

El seguimiento de los procesos de liquidación en curso centró una parte notable del esfuerzo supervisor de la CNMV en relación con estas entidades. Así, este tipo de seguimiento, además de mantenerse para un FII cuya liquidación se había acordado en 2011, hubo de extenderse a otro que había acordado su liquidación en 2013. Los puntos de atención clave en estos controles son el cumplimiento de la normativa de referencia en el proceso de liquidación y el suministro a los partícipes de la debida información.

Cabe señalar que respecto al resto de FII, no se han planteado cuestiones supervisoras, pues la parte del patrimonio correspondiente a los partícipes minoristas que aún quedaban en ellos tras la última ventana de liquidez (en ocasiones, extraordinaria), ha sido objeto de escisión mediante la creación de un nuevo fondo, en estos casos de vocación inversora de renta fija. El patrimonio del FII no escindido ha pasado a estar, por tanto, en manos de entidades del grupo de la gestora, lo que ha posibilitado su transformación en SII o SOCIMI.

### 11.3 Supervisión de entidades de capital-riesgo

Como se indica en el capítulo 8, ni el número de entidades registradas ni el patrimonio total del sector experimentaron modificaciones significativas. Al igual que el año anterior, algunas entidades tuvieron dificultades para encontrar proyectos de inversión viables y cubrir el coeficiente obligatorio de inversión.

Cabe destacar la aprobación durante el ejercicio de la nueva ley reguladora del sector (Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva). La nueva norma introduce importantes novedades en el sector, que se resumen en el recuadro 11.3.

La CNMV ha tenido en cuenta estas modificaciones en sus actuaciones supervisoras durante el ejercicio. En particular, se ha alertado a las entidades de capital-riesgo de las novedades en relación con las modificaciones de los límites del coeficiente de diversificación de inversiones para que se adapten a la nueva ley con suficiente antelación.

Asimismo, debe señalarse, que se ha realizado una simulación de las exigencias impuestas por la nueva ley a las sociedades gestoras de capital-riesgo en cuanto al cumplimiento de recursos propios mínimos, trasladándoles información sobre los posibles incumplimientos que se producirían en el futuro si se no tomasen las medidas necesarias.



El 14 de noviembre de 2014 entró en vigor la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y sus sociedades gestoras (en adelante LCR), que a su vez modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva (LIIC). Con la aprobación de dicha norma queda derogada la Ley 25/2005 de entidades de capital-riesgo.

La nueva LCR, así como la modificación de la LIIC, tienen como objetivo trasponer la Directiva 2011/61/UE sobre gestoras de fondos de inversión alternativos (AIFMD). La LCR pasa a regular los vehículos de inversión cerrados y la LIIC los de carácter abierto, que se definen como aquellos que permiten los reembolsos con cargo a su patrimonio, a solicitud de sus inversores.

La AIFMD tiene como propósito regular y someter a autorización y supervisión a las gestoras de fondos de inversión alternativos que gestionan activos por encima de determinados umbrales (500 millones de euros en caso de gestionar vehículos cerrados y no apalancados, y 100 millones para otro tipo de vehículos), entendiéndose que son este tipo de vehículos los que pueden generar un riesgo sistémico más elevado. Para el resto de las gestoras, la directiva exige únicamente que se registren en su regulador y que observen ciertas obligaciones de información periódica.

Los requisitos que impone la AIFMD a las gestoras por encima de los umbrales señalados son muy estrictos por lo que se refiere a la dotación de recursos propios, valoración de activos, gestión de riesgos, delegación de funciones, control de la liquidez y políticas remunerativas, todo ello con la finalidad de evitar la toma de riesgos incongruentes con el perfil de riesgo de los fondos gestionados. Además, estas gestoras deben nombrar un depositario para cada uno de los vehículos que gestionen y, por ese motivo, se regula de manera detallada la figura del depositario, en concreto su régimen de responsabilidad en caso de pérdida de activos.

La directiva ofrece a las gestoras por encima de los umbrales, siempre que cumplan sus requisitos, la posibilidad de beneficiarse de un pasaporte para la gestión y comercialización transfronteriza en Europa de fondos alternativos entre profesionales. Se propicia así un mercado único europeo para estos productos circunscrito a los inversores profesionales, paralelo al que la regulación sobre UCITS promueve para los inversores minoristas.

En el caso de la nueva LCR, la trasposición traslada a esta norma el tratamiento diferenciado de las gestoras que se contempla en la directiva, según superen o no los umbrales referidos anteriormente. Así, aunque todas las gestoras están sujetas a la autorización de la CNMV y al mismo régimen de recursos propios, los requisitos más estrictos solo se exigen a las gestoras por encima de los umbrales.

Con la nueva norma, la gestión de fondos de inversión alternativos cerrados pasa a ser una actividad reservada, sujeta a la autorización y supervisión de la

CNMV, a diferencia de lo que sucedía con la ley anterior, según la cual el registro de las ECR en la CNMV era potestativo y estaba ligado a la posibilidad de acogerse a un régimen fiscal favorable. Así pues, el ámbito de aplicación de la LCR se amplía respecto a la norma anterior. En este sentido, cabe señalar la creación de una nueva categoría de vehículos, denominada entidades de inversión colectiva cerradas (EICC), en el que pasa a encuadrarse cualquier vehículo de inversión de carácter cerrado que capte capital de una serie de inversores para invertirlo con arreglo a una política de inversión definida, y que carezca de un objetivo comercial o industrial.

También dentro de las ECR se crea un nuevo tipo de vehículo, las ECR pymes, con el fin de impulsar el sector del capital-riesgo orientado a las etapas tempranas de desarrollo de las empresas. Los fondos de emprendimiento social europeo (FESE) y los fondos de responsabilidad social europeos (FCRE<sup>1</sup>), regulados por sendos reglamentos europeos de aplicación directa, completan el catálogo de vehículos reconocidos en la nueva ley.

Asimismo, otra de las novedades de la LCR es que se permite la comercialización de las ECR a minoristas, siempre que estos se comprometan a invertir, como mínimo, 100.000 euros y declaren por escrito que son conscientes de los riesgos ligados a la inversión. Los FESE y los FCRE están sujetos al mismo régimen de comercialización.

Por lo que se refiere a la LIIC, su modificación para adaptarla a la AIFMD no supone un cambio sustancial en la regulación de las gestoras de IIC de carácter abierto (las SGIIC). Estas, con independencia del volumen de activos que gestionen, ya debían cumplir con unos requisitos similares a los que exige la AIFMD para las gestoras por encima de los umbrales, muy parecidos a los contemplados en la regulación europea sobre UCITS.

Las SGIIC pueden gestionar UCITS y fondos alternativos, sean estos abiertos, como los fondos de inversión libre (*hedge funds*), las IIC inmobiliarias y otras IIC similares a las UCITS, o cerrados (todos los vehículos contemplados en la LCR).

La modificación de la LIIC también se ha aprovechado para trasponer la Directiva UCITS V<sup>2</sup>, que establece unas políticas de remuneración y un régimen del depositario muy similar a lo contemplado en la AIFMD.

Finalmente, conviene señalar que para completar la trasposición tanto de la AIFMD como de la Directiva UCITS V, el 15 de febrero de 2015 ha entrado en vigor el Real Decreto 83/2015, de 13 de febrero, por el que se modifica el reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003 aprobado por el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio.

1 Reglamento (UE) n.º 346/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril, sobre los fondos de emprendimiento social europeos (EuSEF), cuyas siglas en español son FESE, y el Reglamento (UE) n.º 345/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril, sobre los fondos de capital-riesgo europeos (EuVECA), cuyas siglas en español son FCRE.

2 Directiva 2014/91/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio, que modifica la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), en lo que se refiere a las funciones de depositario, las políticas de remuneración y las sanciones.

#### 11.4 Supervisión de las sociedades gestoras de fondos de titulización

La actividad supervisora respecto a estas entidades volvió a centrarse en la revisión de sus auditorías. No se llevaron a cabo actuaciones de supervisión *in situ* debido a que las emisiones de los vehículos de titulización continuaron siendo reducidas y a que no se registraron alarmas relacionadas con sus productos.

#### 11.5 Colaboración en la prevención del blanqueo de capitales

En el ámbito del convenio de colaboración existente entre la CNMV y el Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias (SEPBLAC), se ha continuado remitiendo a este organismo informes, correspondientes a revisiones acordadas en ejercicios anteriores, con las conclusiones alcanzadas sobre el grado de cumplimiento de las obligaciones en materia de prevención del blanqueo de capitales. Asimismo se remitió al SEPBLAC información relativa a indicios de operativa sospechosa de estar relacionada con el blanqueo de capitales obtenida en el transcurso de las actuaciones supervisoras de la CNMV.

En cuanto al planteamiento de nuevas actuaciones, se ha coordinado la aplicación del convenio de colaboración, teniendo en consideración el plan de supervisión de la CNMV, así como las prioridades fundadas en el análisis de riesgo en materia de blanqueo.

Por otra, parte, en mayo de 2014 se aprobó el Reglamento de la Ley 10/2010, de 28 de abril, de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo. Este reglamento introduce como novedad la participación de la CNMV en el Comité Permanente de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias.



La CNMV continuó dedicando una atención preferente a la tramitación de reclamaciones y quejas presentadas por los inversores. Estas experimentaron un fuerte descenso durante el pasado ejercicio respecto a 2012 y 2013, años en los que alcanzaron un número inusualmente elevado. Ambos factores propiciaron una nueva y sustancial reducción de las reclamaciones pendientes de trámite al cierre del ejercicio, que pasaron de 3.615 en 2013 a 896 en 2014. De las reclamaciones tramitadas durante el ejercicio, más del 80% lo fueron con informe final motivado; a su vez, de estas, el grueso correspondió a reclamaciones referidas a la información recibida por los inversores con carácter previo a la contratación de productos financieros.

También merecieron una atención destacada las actividades para promover la formación financiera entre los inversores y el público en general. En particular, es destacable la ejecución de un nuevo programa de educación financiera en la escuela durante el curso 2013-2014, en el marco del Plan Nacional de Educación Financiera impulsado conjuntamente con el Banco de España. En esta ocasión, el programa alcanzó a más de 450 centros educativos y unos 47.500 alumnos de ESO de toda España, más del doble que en el curso anterior. Asimismo, cabe resaltar que se alcanzó durante el año uno de los objetivos centrales del plan: la incorporación de contenidos de educación financiera al currículo de la educación obligatoria. En el recuadro 12.1 pueden consultarse los detalles.

### 12.1 Atención de reclamaciones

Los inversores pueden presentar ante la CNMV quejas por demoras, desatenciones u otras actuaciones deficientes de las entidades financieras, así como reclamaciones por acciones concretas u omisiones que los perjudiquen en sus intereses y derechos. No obstante, deben acreditar que previamente han formulado tales quejas o reclamaciones ante el servicio de atención al cliente o el defensor del cliente de la entidad y que se ha producido uno de los tres resultados siguientes: i) que su admisión a trámite ha sido denegada, ii) que la petición ha sido desestimada o iii) que han transcurrido dos meses desde su presentación sin haber sido resuelta.

En 2014, los inversores presentaron un total de 2.393 reclamaciones y quejas, lo que supuso un descenso del 67,3% con respecto a 2013. Así pues, tras dos años con un volumen muy elevado de reclamaciones y quejas presentadas (10.900 en 2012 y 7.308 en 2013), en el pasado ejercicio se volvió a niveles similares a los de los años 2009, 2010 y 2011, cuando se presentaron 2.154, 2.296 y 2.005 reclamaciones, respectivamente.

Las reclamaciones y quejas presentadas no se tramitan en caso de incumplimiento de los requisitos de admisión insubsanables o insubsanados en plazo. Por este

motivo se denegó la admisión a trámite de 592 reclamaciones y quejas en 2014. Aun habiendo sido admitida a trámite, la reclamación o queja puede terminar anticipadamente en determinados casos sin que la CNMV emita un informe final motivado. Del total de quejas y reclamaciones tramitadas, el 5,8% no requirió la emisión de este informe por allanamiento de la entidad o avenimiento entre esta y el reclamante; el 0,9%, por desistimiento del reclamante; y el 10,3%, por encontrarse el asunto planteado fuera de la competencia del Servicio de Reclamaciones de la CNMV.

En el resto de los casos, la tramitación finaliza con la emisión de un informe motivado en el que se concluye si la entidad reclamada se ha ajustado o no a la normativa de transparencia y protección del inversor o a las buenas prácticas y usos financieros. Durante el pasado ejercicio, se emitieron informes de este tipo sobre 3.754 quejas y reclamaciones (el 83,1% de las tramitadas), lo que supone un descenso del 38,9% respecto al año anterior. Los reclamantes obtuvieron un informe favorable en el 71,9% de los casos y desfavorable en el 28,1% restante. En 2013 estos porcentajes fueron del 68,4% y 31,6% respectivamente.

Como en años anteriores, la CNMV otorgó una consideración prioritaria a la atención de las reclamaciones y dedicó importantes recursos a esta tarea. Este hecho, junto con la ralentización del ritmo de presentación de reclamaciones, se tradujo en un notable descenso del número de reclamaciones pendientes de tramitación al finalizar el ejercicio, que pasó de 3.615 en 2013 a 896 en 2014.

### Reclamaciones tramitadas según tipo de resolución

CUADRO 12.1

Número de reclamaciones y quejas

	2012		2013		2014		% var. 13/14
	Núm.	%	Núm.	%	Núm.	%	
<b>Registradas en el Servicio de Reclamaciones de la CNMV</b>	<b>10.900</b>	-	<b>7.308</b>	-	<b>2.393</b>	-	<b>-67,3</b>
<b>No admitidas a trámite</b>	<b>1.259</b>	-	<b>1.685</b>	-	<b>592</b>	-	<b>-64,9</b>
<b>Tramitadas sin informe final motivado</b>	<b>1.587</b>	<b>35,4</b>	<b>2.242</b>	<b>26,7</b>	<b>766</b>	<b>16,9</b>	<b>-65,8</b>
Allanamiento o avenimiento	372	8,3	519	6,2	260	5,8	-49,9
Desistimiento	80	1,8	120	1,4	42	0,9	-65,0
Fuera de competencias	1.135	25,3	1.603	19,1	464	10,3	-71,1
<b>Tramitadas con informe final motivado</b>	<b>2.892</b>	<b>64,6</b>	<b>6.143</b>	<b>73,3</b>	<b>3.754</b>	<b>83,1</b>	<b>-38,9</b>
Informe favorable al reclamante	2.214	49,4	4.199	50,1	2.700	59,7	-35,7
Informe desfavorable al reclamante	678	15,1	1.944	23,2	1.054	23,3	-45,8
<b>Total tramitadas</b>	<b>4.479</b>	<b>100,0</b>	<b>8.385</b>	<b>100,0</b>	<b>4.520</b>	<b>100,0</b>	<b>-46,1</b>
<b>En trámite al cierre del ejercicio</b>	<b>6.377</b>	-	<b>3.615</b>	-	<b>896</b>	-	<b>-75,2</b>

Fuente: CNMV.

La mayor parte de las reclamaciones resueltas con informe final en 2014 se referían, como motivo principal, a la información recibida por los inversores con carácter previo a la contratación de productos financieros (86,9% del total). En general, los inversores hacen constar en estas reclamaciones su disconformidad por la falta de adaptación de estos productos a su perfil inversor y por la ausencia o deficiencia de información sobre estos productos.

En relación con las reclamaciones resueltas con informe motivado, la mayoría se refería a participaciones preferentes y deuda subordinada (67,9% del total), si bien las reclamaciones sobre estos productos han descendido un 45% en comparación con 2013. También han disminuido respecto al año anterior las relativas a información previa sobre productos convertibles (69%), permutas financieras (31,1%) e instituciones de inversión colectiva (57,1%).

En cambio, las reclamaciones resueltas por información previa sobre productos distintos de los anteriores han aumentado un 29,6% con respecto al año anterior y se ha duplicado su peso relativo sobre el total de reclamaciones resueltas. Dentro de estos productos, destaca el incremento de las relativas a contratos financieros atípicos o compraventa de opciones, que pasaron de 26 en 2013 a 126 en 2014.

Las reclamaciones resueltas con informe final motivado por incidencias en la ejecución de órdenes de compra, venta o traspaso de valores aumentaron un 88,2% respecto del año anterior, si bien representan el 3,1% de las tramitadas con informe final motivado.

Las reclamaciones relativas a órdenes de compraventa de acciones supusieron la mayor parte de este incremento<sup>1</sup>. También aumentaron las reclamaciones referidas a la ejecución de órdenes de suscripción, reembolso y traspaso de instituciones de inversión colectiva (IIC), concretamente un 10,4%.

Las reclamaciones resueltas sobre las comisiones aplicadas por los intermediarios aumentaron un 52,6% respecto a 2013. Estas reclamaciones suponen el 3,9% de las tramitadas con informe final motivado. En este caso, el aumento provino tanto de las comisiones por operaciones de valores (ejecución de operaciones bursátiles, administración y depósito, traspaso, cambio de titularidad, etc.) como de las comisiones por operaciones de IIC (suscripción, reembolso, traspaso, etc.). Entre el primer tipo de reclamaciones, la mayoría se produjo por comisiones derivadas del traspaso de valores entre entidades depositarias, resolviéndose por este motivo más del doble de reclamaciones que en el año anterior (de 24 en 2013 a 60 en 2014). En las relacionadas con comisiones por operaciones de IIC, el aumento vino motivado por comisiones por reembolso de fondos de inversión, aplicadas por una solicitud de reembolso directa o a raíz de una solicitud de traspaso a otro fondo de inversión.

Las reclamaciones por información posterior a la contratación del producto resueltas mediante informe final descendieron un 12,2% para los valores y aumentaron un 23,8% para las IIC. Dicha información tiene como finalidad facilitar a los clientes un adecuado seguimiento de sus posiciones en productos de inversión, así como de las opciones o derechos que se derivan de estas, siendo habitual que los inversores aleguen que no han recibido las comunicaciones o que lo han hecho fuera de plazo o con poca antelación para cursar las correspondientes instrucciones.

---

1 Debe señalarse que en este apartado no se incluyen las incidencias sobre órdenes de venta de participaciones preferentes y deuda subordinada en los mercados nacionales, que también se mencionan en algunas de las reclamaciones sobre información previa.

## Motivos de las reclamaciones y quejas tramitadas con emisión de informe final motivado

CUADRO 12.2

Número de reclamaciones y quejas

	2012		2013		2014		% var. 13/14
	Núm.	%	Núm.	%	Núm.	%	
<b>Información previa del producto y/o adaptación del producto al cliente</b>	<b>2.444</b>	<b>84,5</b>	<b>5.790</b>	<b>94,3</b>	<b>3.262</b>	<b>86,9</b>	<b>-43,7</b>
Participaciones preferentes y deuda subordinada nacional	1.338	46,3	4.636	75,5	2.550	67,9	-45,0
Productos convertibles	211	7,3	729	11,9	226	6,0	-69,0
Permutas financieras	383	13,2	45	0,7	31	0,8	-31,1
IIC	46	1,6	42	0,7	18	0,5	-57,1
Otros	466	16,1	338	5,5	438	11,7	29,6
<b>Incidencias en ejecución de órdenes</b>	<b>93</b>	<b>3,2</b>	<b>82</b>	<b>1,3</b>	<b>117</b>	<b>3,1</b>	<b>42,7</b>
Valores <sup>1</sup>	56	1,9	34	0,6	64	1,7	88,2
IIC	37	1,3	48	0,8	53	1,4	10,4
<b>Comisiones</b>	<b>120</b>	<b>4,1</b>	<b>97</b>	<b>1,6</b>	<b>148</b>	<b>3,9</b>	<b>52,6</b>
Valores <sup>2</sup>	98	3,4	81	1,3	112	3,0	38,3
IIC <sup>3</sup>	22	0,8	16	0,3	36	1,0	125,0
<b>Información posterior a la contratación</b>	<b>94</b>	<b>3,3</b>	<b>70</b>	<b>1,1</b>	<b>70</b>	<b>1,9</b>	<b>0,0</b>
Valores	47	1,6	49	0,8	43	1,1	-12,2
IIC	47	1,6	21	0,3	26	0,7	23,8
<b>Otros motivos</b>	<b>141</b>	<b>4,9</b>	<b>104</b>	<b>1,7</b>	<b>157</b>	<b>4,2</b>	<b>51,0</b>
<b>Total tramitadas con informe final motivado</b>	<b>2.892</b>	<b>100,0</b>	<b>6.143</b>	<b>100,0</b>	<b>3.754</b>	<b>100,0</b>	<b>-38,9</b>

Fuente: CNMV. (1) No incluye incidencias en la ejecución de órdenes de venta de participaciones preferentes y deuda subordinada nacional, que se contienen en algunas reclamaciones clasificadas en el apartado «Participaciones preferentes y deuda subordinada nacional». (2) Comisiones por administración y custodia, operaciones, traspaso y otras comisiones relativas a valores. (3) Comisiones por suscripción, reembolso, traspaso y otras comisiones relativas a IIC.

Finalmente, la resolución de reclamaciones por otros motivos aumentó un 51%. Este apartado incluye una amplia variedad de incidencias, entre ellas las relativas a la titularidad de los contratos, la tramitación de testamentarias, los contratos de depósito y administración de valores, la liquidación y cancelación anticipada de los contratos financieros atípicos, la gestión de carteras y el ejercicio de los derechos de suscripción preferente.

### Seguimiento de las rectificaciones de las entidades

El informe motivado que emite la CNMV no tiene carácter vinculante. No obstante, si dicho informe es favorable al reclamante, la CNMV requiere a las entidades que comuniquen la aceptación o no de sus criterios y, en su caso, que justifiquen documentalmente la rectificación de la situación referida por el reclamante. Estas comunicaciones deben realizarse en el plazo de un mes desde que se traslada el informe a las partes. Si se incumple este plazo, se considera que la entidad no ha aceptado los criterios recogidos en el informe.

La CNMV hace un seguimiento de las comunicaciones para evaluar la observancia por parte de la entidad de las normas de conducta y de las buenas prácticas y usos



financieros, así como el funcionamiento del servicio de atención al cliente o, en su caso, del defensor del cliente.

De las 2.700 reclamaciones resueltas en 2014 con informe favorable al reclamante, las entidades informaron en el 6% de los casos de la aceptación de los criterios y de la rectificación de la situación planteada por este. En un 23,6% de las reclamaciones, las entidades comunicaron que disentían del informe o informaron de cuestiones de las que no se desprendía la aceptación de los criterios ni la rectificación de la situación.

### Reclamaciones especialmente significativas

Como en años anteriores, la mayoría de las reclamaciones resueltas en 2014 hacían referencia a la información que, con carácter previo a la contratación de los productos de inversión, las entidades recabaron del cliente para evaluar la adaptación del producto a su perfil inversor o que facilitaron al cliente sobre el producto de inversión.

Respecto a la evaluación del perfil inversor del cliente, en algunas ocasiones las entidades no acreditaban haber obtenido información al respecto antes de contratar el producto o la habían obtenido a través de cuestionarios que no estaban firmados por el cliente o contenían preguntas cuyas respuestas no permitían deducir la conveniencia o idoneidad del producto o servicio de inversión prestado. En cuanto a la información previa sobre el producto, se han detectado incidencias por la falta de acreditación de la entrega del resumen informativo o de un documento equivalente con una explicación suficientemente detallada de sus características y riesgos y, en algún caso, por la entrega de información incompleta o no enteramente ajustada a las características y riesgos del producto.

En 2014, se han incrementado significativamente las reclamaciones resueltas sobre contratos financieros atípicos o de compraventa de opciones financieras. Algunos de estos productos fueron contratados por inversores minoristas sin que la entidad evaluara adecuadamente la adaptación a su perfil inversor. Asimismo, los contratos contenían, en algunos casos, advertencias contradictorias relativas a la experiencia inversora del suscriptor. En otros casos se comercializaron o contrataron estos productos bajo la denominación de depósito, sin que ello se correspondiese con su naturaleza. Con respecto a la información relativa a estos productos, se ha detectado que, en ocasiones en los contratos no se reflejaba información suficiente sobre algunos aspectos como la evolución del subyacente, que no se aportaba el valor razonable o de mercado en la información periódica o que no se atendían adecuadamente las solicitudes de información sobre los ajustes del subyacente que se habían considerado para efectuar la liquidación del contrato.

Como se ha indicado, las comisiones por traspaso de valores entre entidades motivaron la mayor parte del incremento de las reclamaciones por comisiones resueltas en 2014. En la resolución de algunas de estas reclamaciones, la CNMV ha destacado que dichas comisiones no deberían tener un carácter penalizador o disuasorio, sino que su objeto solo debería ser remunerar de forma proporcionada el servicio prestado. En otros casos, no se ha acreditado que la entidad hubiera informado adecuadamente al cliente sobre la modificación de la comisión por traspaso, al no justificar documentalmente la comunicación remitida o al no ser esta suficientemente clara.

## Tramitación electrónica de las reclamaciones y quejas

La Circular 7/2013, de 25 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores<sup>2</sup> disponía que, a partir del 1 de junio de 2014, entraran en vigor sus disposiciones relativas a la presentación por vía electrónica de las reclamaciones, quejas y consultas. En particular, contemplaba que el intercambio de documentación entre la entidad reclamada y la CNMV, así como la presentación de quejas y reclamaciones colectivas, han de realizarse mediante el sistema CIFRADO/CNMV.

Las entidades reclamadas tienen habilitado un nuevo trámite electrónico, denominado «alegaciones de entidades reclamadas por inversores» (ALR), al que pueden acceder tras haber iniciado sesión en CIFRADO a través del enlace <https://sede.cnmv.gob.es/sedecnmv/sedeelectronica.aspx>. Mediante este trámite, las entidades reclamadas reciben todas las notificaciones realizadas por el Servicio de Reclamaciones de la CNMV y presentan las alegaciones y toda la documentación derivada de la tramitación de los expedientes de reclamación.

Además, para lograr una adecuada y rápida atención a los inversores, se ha introducido la posibilidad de presentar telemáticamente las reclamaciones y quejas individuales y se ha renovado la presentación electrónica de consultas. A tal efecto, se han desarrollado formularios electrónicos que facilitan la tarea del inversor, a la vez que se adaptan a los modelos aprobados normativamente.

Los inversores pueden acceder al formulario electrónico a través del enlace [https://sede.cnmv.gob.es/SedeCNMV/LibreAcceso/RQC/Reclamaciones\\_Consultas.aspx](https://sede.cnmv.gob.es/SedeCNMV/LibreAcceso/RQC/Reclamaciones_Consultas.aspx). Para presentar una reclamación por vía electrónica, el inversor puede elegir entre introducir: i) un correo electrónico y una clave de ocho caracteres o ii) un certificado o DNI electrónico.

Una vez que el reclamante ha iniciado el proceso de reclamación por vía telemática, todas las comunicaciones posteriores entre ambos se realizarán, única y exclusivamente, por esta vía.

En este sentido, cuando este servicio se dirija al reclamante, este recibirá un correo electrónico con un enlace a través del cual podrá acceder al documento del que se trate. Por su parte, si el reclamante quiere aportar cualquier documento, deberá hacerlo igualmente por vía electrónica, accediendo a su reclamación desde la sede electrónica de la CNMV.

Igualmente, podrá consultar, en el momento que lo desee, el estado de tramitación en que se encuentra su reclamación.

Cabe recordar que, en aquellos supuestos en los que se acceda a este sistema electrónico de presentación de reclamaciones con correo electrónico y clave, solo podrá accederse a la reclamación presentada utilizando el mismo correo y clave que se introdujo en el momento de su presentación.

Los reclamantes siguen utilizando, mayoritariamente, el sistema tradicional de presentación de las reclamaciones (soporte papel). La difusión entre el público de este

---

2 Circular 7/2013, de 25 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se regula el procedimiento de resolución de reclamaciones y quejas contra empresas que prestan servicios de inversión y de atención a consultas en el ámbito del mercado de valores.

nuevo sistema de presentación telemática de reclamaciones, unido al hecho de que todas las comunicaciones de este servicio con las entidades se produce ya, única y exclusivamente, por vía electrónica –independientemente de la forma elegida por el reclamante para presentar su reclamación– permitirá, en un futuro, agilizar los trámites en los expedientes de reclamación.

## 12.2 Atención de consultas

La CNMV atiende las consultas de los inversores sobre cuestiones de interés general en relación con los derechos de los usuarios de servicios financieros y los cauces legales para ejercerlos. Estas solicitudes de asesoramiento e información están contempladas en el artículo 2.3 de la Orden ECC/2502/2012, de 16 de noviembre, por la que se regula el procedimiento de presentación de reclamaciones ante los servicios de reclamaciones del Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones. Igualmente asiste a los inversores en la búsqueda de información contenida en los registros públicos oficiales de la CNMV y en otros documentos públicos difundidos por esta. Asimismo, atiende distintas cuestiones o dudas que, dentro del ámbito de los mercados de valores, puedan plantear los inversores.

Con el fin de facilitar nuevas vías de comunicación con los inversores, que a su vez garanticen una correcta identificación de los mismos, se ha habilitado dentro de la sede electrónica de la CNMV (disponible en [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)) una nueva sección destinada a la presentación de reclamaciones, quejas y consultas. De este modo, los inversores pueden presentar sus consultas por correo postal, por teléfono o a través de la sede electrónica de la CNMV.

En 2014 se recibieron 7.221 consultas. La mayoría se realizaron por vía telefónica (73,5%) y fueron atendidas por los operadores de un centro de llamadas. Dichas consultas se limitaron a facilitar información disponible en los registros oficiales de nuestra página web ([www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)) o sobre el estado de una reclamación. El segundo medio más utilizado fue la sede electrónica (21%), seguido del correo ordinario (5,5%).

Tal como refleja el cuadro 12.3, durante el año 2014 se produjo un notable descenso en el número de consultas. Hay que tener en cuenta que en 2012 y 2013 tuvo lugar un fuerte incremento motivado, en primer término, por las dudas y quejas de los inversores sobre la comercialización de participaciones preferentes y deuda subordinada y, posteriormente, ya en 2013, por dudas suscitadas en procesos de canje o recompra de determinados instrumentos híbridos, así como en relación con los procesos de arbitraje que afectaron a entidades participadas por el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), en concreto sobre procedimientos, plazos y posibles alternativas a estos procesos. En 2014 también se realizaron consultas relacionadas con los procesos arbitrales, si bien estas se han focalizado más en posibles alternativas ante la no admisión a trámite de las solicitudes de arbitraje.

En cuanto a los temas de consulta, un año más los inversores solicitaron información sobre datos disponibles en nuestros registros oficiales: información de entidades registradas, tarifas por servicios de inversión, hechos relevantes, posiciones cortas, participaciones significativas, comunicaciones de la CNMV, estadísticas y publicaciones, entre otros contenidos de libre acceso al público. De igual manera, y como viene siendo habitual, hubo consultas sobre las funciones y servicios de la CNMV, así como sobre el estado de tramitación de expedientes de reclamación y consultas.

### Consultas atendidas por la CNMV según canal de recepción

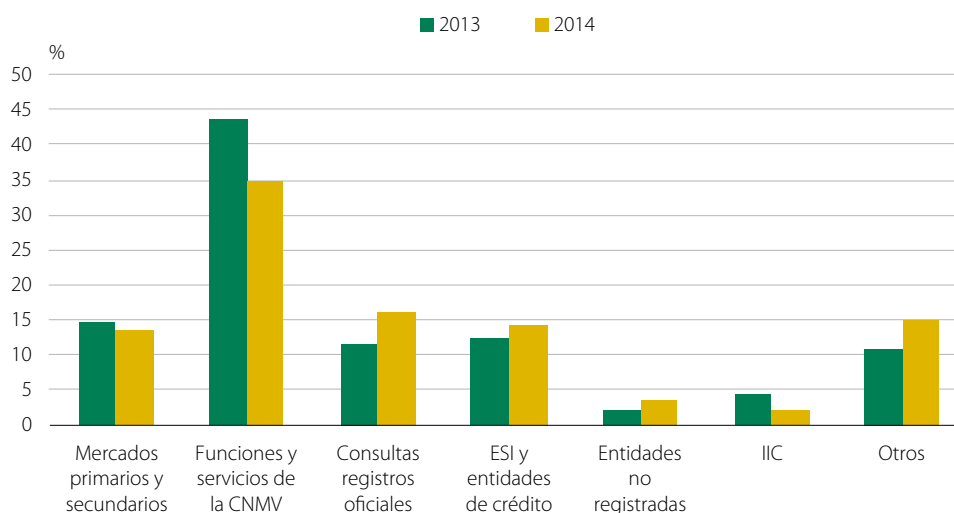
CUADRO 12.3

	2012		2013		2014		% var. 14/13
	Núm.	% s/ total	Núm.	% s/ total	Núm.	% s/ total	
Teléfono	14.126	67,3	9.532	71,4	5.307	73,5	-44,3
Escritos	2.095	10,0	1.062	8,0	397	5,5	-62,6
Formulario/Sede Electrónica	4.781	22,8	2.757	20,7	1.517	21,0	-45,0
<b>Total</b>	<b>21.002</b>	<b>100,0</b>	<b>13.351</b>	<b>100,0</b>	<b>7.221</b>	<b>100,0</b>	<b>-45,9</b>

Fuente: CNMV.

### Materias objeto de consulta

GRÁFICO 12.1



Fuente: CNMV.

Además de sobre estos temas recurrentes, los inversores realizaron otras consultas sobre cuestiones vinculadas a la coyuntura de los mercados o a determinados acontecimientos, entre las que cabe señalar las siguientes:

- Sobre el funcionamiento, competencias y grado de supervisión de las sociedades cotizadas en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB). En concreto, las consultas se centraron en las sociedades Let's Gowex, S.A., y Carbures Europe, S.A., cuya suspensión de cotización generó dudas entre los inversores.
- El posible derecho de separación gratuito en favor de los partícipes en un determinado fondo de inversión tras la salida de su gestor principal. En concreto, los inversores consultaron si la salida de don Francisco García Paramés de la sociedad gestora Bestinver Gestión, SGIIC, S.A., estaría dentro de los supuestos de modificación del folleto/documento fundamental del inversor (DFI) que deben comunicarse a los partícipes con carácter previo a su entrada en vigor y de la posible existencia de un derecho de separación gratuito a favor de los mismos.
- Sobre la sociedad Bankia, S.A. en relación con dos cuestiones diferenciadas. Por un lado, consultas relativas a su salida a bolsa y, por otro lado, consultas donde los inversores mostraban su disconformidad por el rechazo de sus solicitudes de arbitraje en relación con la comercialización de determinados productos híbridos de capital y deuda subordinada y solicitaban información sobre qué actuaciones podrían llevar a cabo.

- Sobre la reestructuración de la sociedad Pescanova, S.A. Conforme al plan de viabilidad comunicado por la entidad a la CNMV como hecho relevante, fueron varias las consultas en las que los inversores preguntaban cómo afectaría dicha reestructuración a sus inversiones.
- Consultas relativas a operaciones de opa presentadas/autorizadas por la CNMV a lo largo del ejercicio 2014. En concreto, acerca de las ofertas públicas de adquisición lanzadas sobre las sociedades Ahorro Familiar, S.A., Deoleo, S.A., Grupo Tavex, S.A., Jazztel, S.A., Sotogrande, S.A., Sociedad Anónima Damm, S.A. y Realía, S.A.

En relación con las ofertas cuya finalidad era la exclusión de cotización de la sociedad opada, como en los casos de Grupo Tavex, S.A. y Sociedad Anónima DAMM, S.A., los consultantes mostraron su rechazo por los precios ofrecidos y, en algunos casos, solicitaron información o aclaración sobre las valoraciones aplicadas por los expertos independientes.

- Consultas relativas a los importes a desembolsar por traspaso de valores. En algunos casos, los inversores solicitaban la confirmación de los importes a desembolsar, ya que consideraban que eran desproporcionados en relación con el valor de la cartera a traspasar.
- Finalmente, como viene siendo habitual, se recibieron consultas relativas a las implicaciones y alternativas existentes para los accionistas de compañías excluidas o suspendidas de negociación. Los inversores mostraban su malestar con la tenencia de estos valores que, en la mayoría de los casos, les puede suponer el pago de comisiones en concepto de administración y custodia de valores.

Especial mención merecen las consultas presentadas sobre la sociedad Fergo Aisa, S.A. (en liquidación), que fue excluida de cotización con fecha 29 de enero de 2015, tras un periodo de información sobre su exclusión de negociación que comenzó el 31 de octubre de 2014 y tuvo una duración de 20 días hábiles. El 31 de octubre de 2014, la CNMV publicó en el *Boletín Oficial del Estado* (BOE) un anuncio relativo al inicio de un periodo de información<sup>3</sup>, durante el cual las personas que eran titulares de derechos o intereses legítimos pudieron formular las alegaciones que estimaron pertinentes<sup>4</sup>.

### 12.3 Fondo General de Garantía de Inversiones (FOGAIN)

El Fondo General de Garantía de Inversiones (FOGAIN) indemniza a los clientes que no puedan recuperar el dinero o los valores confiados a las empresas de servicios de inversión –salvo las entidades de asesoramiento financiero– en caso de concurso de acreedores o declaración de la CNMV de que la entidad, por razones relacionadas con su solvencia, es incapaz de devolver el dinero y los valores confiados. La cober-

---

3 Conforme al acuerdo del Comité Ejecutivo de la CNMV, de 23 de octubre de 2014, de iniciar el expediente de exclusión de negociación de las acciones de Fergo Aisa, S.A., en las Bolsas de Valores de Madrid y Barcelona y del Sistema de Interconexión Bursátil, en aplicación de lo previsto en el artículo 34.1 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores como consecuencia del incumplimiento por parte de la sociedad de sus obligaciones en materia de remisión y publicación de información.

4 Conforme al artículo 86 de la Ley 30/92, de 26 de noviembre, de régimen jurídico de las Administraciones Públicas y del procedimiento administrativo común.

tura del fondo también se extiende a los clientes de los servicios de gestión discrecional de carteras de las sociedades gestoras de IIC. El importe máximo de la indemnización, una vez comprobada la posición neta del inversor, es de 100.000 euros. Como se ha indicado, los clientes de las empresas de asesoramiento financiero (EAFI) no están cubiertos por el fondo. Tampoco están cubiertos por el FOGAIN los clientes de las entidades extranjeras que operan en España. Estas entidades están adheridas a los fondos de garantía de su Estado de origen, cuya cobertura puede no ser igual a la ofrecida en España.

El número de entidades adheridas al FOGAIN ascendía a finales de 2014 a 130, tres entidades menos que el año anterior. En el cuadro 12.4 puede apreciarse la distribución por tipo de entidad.

#### Evolución del número de entidades adheridas al FOGAIN

CUADRO 12.4

Tipo de entidad	2011	2012	2013	2014
SAV	94	87	82	77
SGC	6	6	5	5
SGIIC	47	47	46	48
<b>Total</b>	<b>147</b>	<b>140</b>	<b>133</b>	<b>130</b>

Fuente: CNMV.

El patrimonio del FOGAIN se situó en 78,5 millones de euros al cierre del ejercicio, lo que supone un aumento del 11% respecto a 2013. Este incremento, que se produjo como consecuencia de las aportaciones de las entidades adheridas durante el ejercicio y del rendimiento de las inversiones, se vio favorecido por la ausencia de nuevos siniestros, al igual que en la mayoría de los ejercicios anteriores. De hecho, desde la creación del fondo en 2001, con independencia de los siniestros producidos con anterioridad a esa fecha y cubiertos en aplicación de la normativa comunitaria, solo ha sido necesaria la intervención del FOGAIN con motivo de la entrada en concurso de acreedores de Sebroker Agencia de Valores, S.A., producida en 2010. En línea con los criterios de seguridad y liquidez que exige la normativa, el fondo siguió invirtiendo su patrimonio en deuda pública a distintos plazos, así como en contratos repo diversificados respecto a la contraparte.

Durante el ejercicio 2014, la gestora del FOGAIN continuó con el pago de indemnizaciones y con la recuperación de las cantidades desembolsadas. Las indemnizaciones satisfechas durante este periodo afectaron a clientes de las entidades AVA Aseores de Valores, AV, S.A.; Gescartera Dinero, AV, S.A.; y Sebroker Bolsa, AV, S.A. Estos pagos tuvieron un carácter residual, puesto que ya se había indemnizado a la mayoría de los clientes de estas entidades en ejercicios anteriores.

En cuanto a las gestiones para recuperar los importes desembolsados, el FOGAIN mantiene su personación en los diversos procedimientos judiciales abiertos relativos a los siniestros en los que ha desplegado su cobertura.

Como en años anteriores, se han atendido numerosas consultas acerca de la cobertura que ofrece el fondo a los inversores. El número de visitas recibidas en la web [www.fogain.com](http://www.fogain.com) ha registrado un importante incremento tanto por parte de inversores como por parte de sus entidades adheridas, que tienen a su disposición para tal fin un área reservada en la citada web.

Igualmente, el FOGAIN ha seguido actuando como canal de comunicación entre las distintas autoridades y sus entidades adheridas. Cabe señalar, en este sentido, que el fondo organizó en 2014 en Madrid una jornada sobre servicios de inversión para sus entidades adheridas y que mantiene en funcionamiento distintos grupos de trabajo sobre asuntos de interés común de estas.

## 12.4 Formación del inversor

### 12.4.1 Plan de Educación Financiera

Durante el año 2014, la CNMV ha seguido trabajando, junto con el Banco de España, en el desarrollo del Plan de Educación Financiera, cuyo objetivo es promover la mejora de la cultura financiera en nuestro país.

Las actividades desarrolladas han sido numerosas y de diverso alcance, destacando entre ellas las siguientes:

- La introducción de contenidos de educación financiera en el sistema educativo. Durante el pasado año se cumplió uno de los principales objetivos del plan: la incorporación de la educación financiera en el sistema educativo. En este sentido, el Real Decreto 126/2014, de 28 de febrero, de enseñanzas mínimas en Educación Primaria, ha incluido en la asignatura de Ciencias Sociales contenidos sobre el dinero y el ahorro. El objetivo es que los alumnos tomen conciencia del valor del dinero y sus usos mediante un consumo responsable y el sentido del ahorro. Asimismo, el Real Decreto 1105/2014, de 26 de diciembre, por el que se establece el currículo básico de la Educación Secundaria Obligatoria (ESO) y del Bachillerato, ha incorporado en la asignatura de Economía de 4.º de la ESO contenidos más amplios como, por ejemplo, los relativos a la clasificación y cálculo de ingresos y gastos, elaboración de un presupuesto, ahorro y endeudamiento, implicaciones de los contratos financieros (derechos y obligaciones), tipologías de seguros, riesgo y diversificación, etc.

También en el primer ciclo de la ESO, en la asignatura denominada Iniciación a la Actividad Emprendedora y Empresarial, se han incorporado conocimientos sobre gestión de ingresos y gastos personales, planificación de la vida financiera personal, identificación de servicios financieros: cuentas corrientes, tarjetas de crédito y débito y transferencias, formas de ahorro e inversión, etc.

- Programa de Educación Financiera en las escuelas. Este programa se ha desarrollado durante el curso 2013-2014. Más de 450 centros educativos de toda España han impartido educación financiera en sus aulas, participando alrededor de 47.500 alumnos, más del doble que el curso anterior.
- Evaluación de la cultura financiera entre los jóvenes: informe PISA. El 9 de julio de 2014 se hicieron públicos los resultados de la primera evaluación, realizada en 2012, de las competencias financieras de los jóvenes de 15 años en el marco del Programa Internacional de Evaluación de Estudiantes (PISA) de la OCDE. En ellos se aprecia que España queda situada por debajo de la media de los 18 países participantes. La CNMV y el Banco de España, junto con el Ministerio de Educación, han hecho un esfuerzo conjunto por

analizar y dar a conocer los resultados de este informe para concienciar de la necesidad de promover tanto la educación financiera en los centros de enseñanza, como la formación del profesorado que impartirá estas competencias.

- Acuerdos de colaboración. Con el fin de ampliar el alcance del plan, en 2014 se aprobaron nuevas propuestas de colaboración con diversas entidades para promover la educación financiera entre los consumidores, los inversores y los intermediarios financieros del territorio nacional, a desarrollar mediante actividades informativas y divulgativas. Dado que el número de colaboradores del plan es cada vez mayor, siguiendo las recomendaciones y directrices de la OCDE, se ha comenzado a trabajar en la elaboración de un código de buenas prácticas, de manera que todas las iniciativas nacionales queden integradas y coordinadas, evitando la duplicidad de esfuerzos y los posibles conflictos de interés que puedan surgir a la hora de llevarlas a cabo.

Junto a estas actividades, hay que destacar el esfuerzo realizado para difundir la página web del Plan de Educación Financiera ([www.finanzasparatodos.es](http://www.finanzasparatodos.es)). Asimismo, cabe señalar que la marca e imagen del Plan de Educación Financiera, «Finanzasparatodos», ha estado presente de manera activa en las redes sociales para acercar la educación financiera a nuevos públicos.

### Introducción de contenidos de educación financiera en el currículo escolar en España

RECUADRO 12.1

El Real Decreto 126/2014, de 28 de febrero, por el que se establece el currículo básico de la Educación Primaria y el Real Decreto 1105/2014, de 26 de diciembre, por el que se establece el currículo básico de la Educación Secundaria Obligatoria y del Bachillerato contemplan la introducción de contenidos básicos de educación financiera en el currículo escolar en las dos etapas de la enseñanza obligatoria, si bien solo se asegura su impartición a todos los alumnos en la Educación Primaria. Se trata de un paso fundamental para lograr elevar el nivel de la cultura financiera en España a largo plazo.

España se suma así a un número creciente de países que han decidido aplicar las recomendaciones de los organismos financieros internacionales: En sus *Recomendaciones de principios y buenas prácticas para la concienciación y educación financiera* de 2005, la OCDE señaló la necesidad de que la educación financiera comenzase a enseñarse en la escuela. También lo hicieron la Comisión Europea, en el principio 3 de la comunicación *La educación financiera*, de diciembre 2007<sup>1</sup> y el G20, que dio su apoyo a los Principios Internacionales de Alto Nivel para las Estrategias Nacionales de Educación Financiera desarrollados en 2012 por la OCDE/INFE (Red Internacional de Educación Financiera de la OCDE), en los que se señala a los jóvenes como objetivo prioritario en la educación<sup>2</sup>.

Según la OCDE, más de 40 países han incorporado ya la educación financiera a sus aulas. Estos países han ido adoptando de forma gradual las recomendaciones emitidas por la OCDE y por diversos organismos y lo han



hecho atendiendo a su realidad social y a su entorno educativo; otros están en proceso de hacerlo. Así pues, no existe un modelo único de introducción de la educación financiera. No obstante, un rasgo común en casi todos los países que han optado por ella es el apoyo al proceso y la cooperación entre sí de las autoridades educativas y de las autoridades o administraciones expertas en materia financiera, como es el caso de los reguladores financieros. Se pretende de este modo asegurar la utilidad y la calidad de los contenidos impartidos.

A iniciativa de la CNMV y del Banco de España, desde el curso 2010-2011 se ha venido impartiendo en numerosos centros de enseñanza españoles un programa piloto de educación financiera, dirigido principalmente a estudiantes de ESO, que cada año ha tenido mayor aceptación. Así, en el curso 2012-2013 participaron en él unos 21.500 alumnos y en el curso 2013-2014, más del doble, concretamente 47.500. La experiencia acumulada en el marco de este programa ha sido clave para poder generalizar ahora el acceso a este tipo de conocimientos a través de la enseñanza reglada.

La Ley Orgánica 2/2006, de 3 de mayo, de Educación (LOE) y los reales decretos que establecían las enseñanzas mínimas en los diferentes niveles educativos ya contemplaban conceptos económicos y financieros en los contenidos de algunas asignaturas, así como, de forma extensa, en los Ciclos Formativos de Formación Profesional. Sin embargo, estos contenidos no podían considerarse suficientes para garantizar la adquisición de conocimientos, destrezas y habilidades básicas en el ámbito financiero y propiciar su aplicación en la vida cotidiana, personal y familiar.

La Ley Orgánica de Mejora de la Calidad Educativa (Ley Orgánica 8/2013, de 9 de diciembre), durante cuya elaboración se tuvo en cuenta la opinión de sectores y organismos implicados en el Plan de Educación Financiera y otros expertos, supuso un paso decisivo para avanzar en esta dirección.

A través de dos normas de desarrollo de esta ley, el Real Decreto 126/2014 y el Real Decreto 1105/2014, se introducen los contenidos de educación financiera en el currículo oficial de la enseñanza primaria y de la ESO.

En el primer caso, tales contenidos giran en torno al dinero y el ahorro y se incorporan en la asignatura de Ciencias Sociales con el objetivo de «... tomar conciencia del valor del dinero y sus usos mediante un consumo responsable y el sentido del ahorro». Los estándares de aprendizaje evaluables se centran en: i) diferenciar entre los distintos tipos de gastos y adaptar el presupuesto personal a cada uno de ellos, ii) la planificación del ahorro para gastos futuros y la elaboración de un presupuesto personal y iii) la investigación sobre distintas estrategias de compra, comparando precios y recopilando información.

En el segundo caso, se integran en la asignatura de Economía de 4.º de ESO contenidos más extensos, que se sintetizan en el cuadro R12.1.

**Contenidos relacionados con la educación financiera  
incluidos en la asignatura de Economía de 4.º de ESO**

CUADRO R12.1

Contenidos	Criterios de evaluación	Estándares de aprendizaje evaluables
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ingresos y gastos. Identificación y control.</li> <li>- Gestión del presupuesto. Objetivos y prioridades.</li> <li>- Ahorro y endeudamiento. Los planes de pensiones.</li> <li>- Riesgo y diversificación.</li> <li>- Planificación del futuro. Necesidades económicas en las etapas de la vida.</li> <li>- El dinero. Relaciones bancarias. La primera cuenta bancaria. Información.</li> <li>- Tarjetas de crédito y débito.</li> <li>- Implicaciones de los contratos financieros. Derechos y responsabilidades de los consumidores financieros en el mercado financiero.</li> <li>- El seguro como medio de pago para la cobertura de riesgos. Tipología de seguros.</li> </ul>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Realizar un presupuesto personal distinguiendo entre los diferentes tipos de ingresos y gastos, controlar su grado de cumplimiento y las posibles necesidades de adaptación.</li> <li>2. Decidir con racionalidad ante las alternativas económicas de la vida personal relacionando estas con el bienestar propio y social.</li> <li>3. Expresar una actitud positiva hacia el ahorro y manejar el ahorro como medio para alcanzar diferentes objetivos.</li> <li>4. Reconocer el funcionamiento básico del dinero y diferenciar los diferentes tipos de cuentas bancarias y de tarjetas emitidas como medios de pago valorando la oportunidad de su uso con garantías y responsabilidad.</li> <li>5. Conocer el concepto de seguro y su finalidad.</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.1. Elabora y realiza un seguimiento a un presupuesto o plan financiero personalizado, identificando cada uno de los ingresos y gastos.</li> <li>1.2. Utiliza herramientas informáticas en la preparación y desarrollo de un presupuesto o plan financiero personalizado.</li> <li>1.3. Maneja gráficos de análisis que le permiten comparar una realidad personalizada con las previsiones establecidas.</li> <li>2.1. Comprende las necesidades de planificación y manejo de los asuntos financieros a lo largo de la vida. Dicha planificación se vincula a la previsión realizada en cada una de las etapas, de acuerdo con las decisiones tomadas y la marcha de la actividad económica nacional.             <ol style="list-style-type: none"> <li>3.1. Conoce y explica la relevancia del ahorro y del control del gasto.</li> <li>3.2. Analiza las ventajas e inconvenientes del endeudamiento valorando el riesgo y seleccionando la decisión más adecuada para cada momento.</li> <li>4.1. Comprende los términos fundamentales y describe el funcionamiento en la operativa con las cuentas bancarias.</li> <li>4.2. Valora y comprueba la necesidad de leer detenidamente los documentos que presentan los bancos, así como la importancia de la seguridad cuando la relación se produce por Internet.</li> <li>4.3. Reconoce el hecho de que se pueden negociar las condiciones que presentan las entidades financieras y analiza el procedimiento de reclamación ante las mismas.</li> <li>4.4. Identifica y explica las distintas modalidades de tarjetas que existen, así como lo esencial de la seguridad cuando se opera con tarjetas.</li> <li>5.1. Identifica y diferencia los distintos tipos de seguros según los riesgos o situaciones adversas en las diferentes etapas de la vida.</li> </ol> </li> </ol>

Fuente: Real Decreto 1105/2014, de 26 de diciembre, por el que se establece el currículo básico de la Educación Secundaria Obligatoria y del Bachillerato.

Cabe destacar también la inclusión en el currículo de la ESO, en concreto, en el primer ciclo, de una asignatura denominada Iniciación a la Actividad Emprendedora y Empresarial. Si bien, como menciona el Real Decreto 1105/2014, el espíritu emprendedor se ha abordado ampliamente en la educación desde diversos enfoques, vinculándolo sobre todo al ámbito de la economía, es necesario tener en su tratamiento un amplio espectro de conocimientos, actitudes, cualidades y valores que incorporan competencias transversales y que afectan a decisiones clave en la vida de los ciudadanos: gestión de ingresos y gastos personales, planificación de la vida financiera personal, identificación de servicios financieros (cuenta corriente, tarjetas de crédito o débito, transferencia de fondos...), instrumentos de ahorro e inversión, diversificación y gestión de riesgos, etc.

Como se ha indicado, los contenidos introducidos en la Educación Primaria alcanzarán a todos los alumnos de esta etapa educativa. En cambio, las asignaturas en las que se han incorporado estos contenidos en la ESO no se impartirán a todos los alumnos, ya que ello dependerá de la regulación y de la programación educativa que ofrezca cada Administración Educativa y, en su caso, de la oferta de los centros docentes. Cabe prever que un número elevado de jóvenes recibirá formación en finanzas personales a través de esta vía. No obstante, teniendo en cuenta la posibilidad de que no llegue a todos, la CNMV y el Banco de España seguirán promoviendo, en colaboración con las autoridades educativas y los centros docentes, la formación extracurricular en esta materia a través del Programa de Educación Financiera, como viene sucediendo desde 2010.

1 «Los consumidores financieros deben recibir educación sobre asuntos financieros y económicos lo antes posible, empezando en la escuela. Las autoridades nacionales deben estudiar la posibilidad de que la educación financiera forme parte obligatoriamente de los planes de estudio».

2 Cumbre del G20 de Los Cabos, junio de 2012.

## Foros internacionales sobre educación financiera

Al igual que en años anteriores, la CNMV ha continuado participando en diversos foros internacionales relacionados con la educación financiera. Destaca, en particular, la colaboración con la Red Internacional de Educación Financiera de la OCDE (INFE, por sus siglas en inglés), el principal foro de educación financiera a nivel mundial.

Esta red, cuyo objetivo es promover una mayor toma de conciencia sobre la importancia de la educación financiera en el mundo, ha creado varios grupos de trabajo para avanzar en el análisis de cuestiones que se consideran prioritarias en dicho ámbito. En este sentido, la CNMV ha participado activamente en las reuniones de la red INFE celebradas en 2014.

La CNMV también forma parte de un comité de IOSCO que ha trabajado durante 2014 en dos asuntos principales: i) la identificación de las prácticas más eficaces para informar a los inversores con la finalidad de evitar el fraude financiero y ii) el estudio de vías para ayudar a los inversores a tomar decisiones ajustadas a sus expectativas de riesgo financiero (educación al inversor sobre el riesgo de las inversiones y cómo gestionarlo).

## 12.4.2 Actividades formativas de la CNMV

Además de las acciones formativas desarrolladas en el marco general del Plan de Educación Financiera, la CNMV desarrolla acciones formativas específicamente dirigidas al público al que se orientan las ofertas de productos financieros.

### Publicaciones y recursos para inversores

A principios de 2014 se inauguró la Sección del Inversor en la página web de la CNMV, que sustituye al antiguo Portal del Inversor. La sección ofrece una nueva disposición de la información para facilitar la consulta de los contenidos de manera ágil y rápida. Un dato que confirma el interés que ha suscitado es que durante 2014 ha recibido más de 380.000 visitas.

Este nuevo espacio ofrece noticias e información de interés para los inversores no profesionales, advertencias al público y diversas herramientas formativas. También se pueden descargar y consultar *online* las publicaciones destinadas a los inversores (Fichas y guías del inversor) y se puede realizar la suscripción directa a las mismas. Adicionalmente, desde esta sección, los usuarios de servicios de inversión pueden formular consultas, reclamaciones y quejas.

La CNMV ha mantenido su esfuerzo de difusión y generación de información de interés para los inversores minoristas. En este sentido, en 2014 se distribuyeron más de 23.000 fichas y guías entre estudiantes y público en general, incluidos los clientes de las entidades financieras a través de estas.

Cabe destacar, asimismo, la divulgación de una advertencia emitida por ESMA sobre el riesgo de invertir en productos complejos, una nota explicativa sobre la información contenida en el DFI y un documento en el que se le traslada al inversor minorista la información contenida en el folleto de tarifas y la necesidad de conocer todos los gastos y comisiones que la entidad le va a repercutir.

### Conferencias y seminarios

Como en años anteriores, la CNMV participó durante 2014 en diversas ferias del sector financiero orientadas a la concienciación y capacitación de los consumidores financieros, como Forinvest (Foro Internacional de Productos, Servicios Financieros, Inversiones y Seguros) y Bolsalia. También se impartieron charlas formativas en diversos foros (universidades, oficinas de consumo, ayuntamientos, etc.) que trataron fundamentalmente temas relativos a la protección del inversor.

## 13 Actuaciones disciplinarias

### 13.1 Expedientes sancionadores

#### 13.1.1 Descripción de los expedientes

Durante 2014, el Comité Ejecutivo de la CNMV acordó la incoación de 34 nuevos expedientes sancionadores, en los que se imputan un total de 70 presuntas infracciones (véanse cuadros 13.1 y 13.2). En los expedientes abiertos se contemplaban 25 infracciones por incumplimiento de normas de conducta en la relación con clientes o inversores, 20 por abuso de mercado (manipulación de mercado y uso de información privilegiada), 12 por la incorrecta comunicación de participaciones significativas, dos por incumplimiento de la normativa sobre ventas en corto, y el resto por retrasos y otras irregularidades en la remisión a la CNMV de información en materia de gobierno corporativo, el incumplimiento de los deberes de supervisión por parte de sociedades rectoras de SMN y por vulneraciones de la normativa general de ESI e IIC.

#### Expedientes abiertos y concluidos

CUADRO 13.1

	2013	2014
<b>Número de expedientes abiertos</b>	<b>37</b>	<b>34</b>
<b>Número de expedientes concluidos</b>	<b>20</b>	<b>30</b>
De los cuales:		
abiertos en 2011	2	–
abiertos en 2012	15	3
abiertos en 2013	3	24
abiertos en 2014	–	3

Fuente: CNMV.

En el curso del ejercicio, la CNMV concluyó 30 expedientes que incluían 50 infracciones. Tres de estos expedientes fueron iniciados en 2012, 24 en 2013 y tres en 2014. En el cuadro 13.2 puede consultarse la naturaleza de las infracciones tratadas en los diferentes expedientes sancionadores concluidos en 2014, mientras que en el anexo III.2 se muestra un resumen de las resoluciones adoptadas por la CNMV. En cuanto a las sanciones, tal como se indica en el cuadro 13.3, se impusieron 77 multas por un importe de 17.560.000 euros.

**Número de infracciones de cada tipo en los expedientes sancionadores** CUADRO 13.2

	Abiertos		Cerrados	
	2013	2014	2013	2014
<b>Infracciones muy graves</b>	<b>40</b>	<b>43</b>	<b>20</b>	<b>34</b>
I. No declaración/incorrecta comunicación de participaciones significativas u operaciones de autocartera	6	12	6	6
II. No remisión de información contable por parte de las ESI	1	-	-	1
III. No comunicación de hechos relevantes/información engañosa, inexacta o con omisiones relevantes	2	-	1	-
IV. Incumplimiento reserva de actividad	3	-	-	3
V. Incumplimiento normas de conducta	14	24	1	14
VI. Incumplimiento en materia de información periódica de los emisores	6	-	4	4
VII. Incumplimiento en materia de emisión de valores	1	-	-	-
VIII. Incumplimiento normativa general de las ESI	1	3	-	3
IX. Incumplimiento normativa general de las ECR	1	-	-	1
X. Incumplimiento deberes de supervisión por rectoras de SMN	-	1	-	-
XI. Incumplimiento normativa sobre ventas en corto	3	2	-	1
XII. Manipulación de mercado	1	-	6	1
XIII. Información privilegiada	-	1	2	-
XIV. Resistencia a la actuación inspectora de la CNMV	1	-	-	-
<b>Infracciones graves</b>	<b>17</b>	<b>25</b>	<b>20</b>	<b>16</b>
I. Incumplimiento en materia de gobierno corporativo	1	1	-	1
II. Incumplimiento en materia de abuso de mercado	2	5	7	1
III. Incumplimiento normativa general de las ESI	2	2	2	-
IV. Incumplimiento normativa general de las IIC	1	2	7	-
V. Incumplimiento normativa general de las ECR	1	-	-	1
VI. Incumplimiento normas de conducta	3	1	1	3
VII. Incumplimiento normativa sobre ventas en corto	4	-	-	4
VIII. Irregularidades en comunicación de operaciones sobre instrumentos financieros	1	-	-	1
IX. Manipulación de mercado	2	14	3	5
<b>Infracciones leves</b>	<b>-</b>	<b>2</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

Fuente: CNMV.

**Sanciones impuestas**

CUADRO 13.3

	2013			2014		
	Número	Importe <sup>1</sup>	Periodo <sup>2</sup>	Número	Importe <sup>1</sup>	Periodo <sup>2</sup>
Multa	71	4.150	-	77	17.560	-
Separación/inhabilitación general	-	-	-	-	-	-

Fuente: CNMV. (1) Miles de euros. (2) Años.

### 13.1.2 Registro público de sanciones publicadas en el *Boletín Oficial del Estado* por infracciones graves o muy graves

El registro público de sanciones incorporó en 2014 las siguientes resoluciones sancionadoras relativas a infracciones graves o muy graves:

- Resolución de 16 de enero de 2014, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publican las sanciones por infracciones muy graves impuestas a
- Resolución de 16 de enero de 2014, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publican las sanciones por infracciones graves impuestas a
- Resolución de 16 de enero de 2014, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publican las sanciones por infracciones graves impuestas a
- Resolución de 16 de enero de 2014, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publican las sanciones por infracción muy grave impuestas a y a los miembros de su consejo de administración.
- Resolución de 16 de enero de 2014, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publican las sanciones por infracción muy grave impuestas a
- Resolución de 16 de enero de 2014, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publican las sanciones por infracción muy grave impuestas a y a los miembros de su consejo de administración.
- Resolución de 16 de enero de 2014, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publican las sanciones por infracción muy grave impuestas a
- Resolución de 16 de enero de 2014, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica la sanción por infracción muy grave impuesta a
- Resolución de 16 de enero de 2014, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica la sanción por infracción grave impuesta a la entidad

- Resolución de 16 de enero de 2014, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica la sanción por infracción grave impuesta a la entidad
- Resolución de 16 de enero de 2014, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publican las sanciones por infracciones muy graves impuestas a
- Resolución de 16 de enero de 2014, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica la sanción por infracción grave impuesta a
- Resolución de 16 de enero de 2014, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica la sanción por infracción muy grave impuesta a
- Resolución de 20 de febrero de 2014, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publican las sanciones por infracción muy grave, impuestas a
- Resolución de 8 de abril de 2014, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publican las sanciones por infracciones muy graves impuestas a
- Resolución de 14 de abril de 2014, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica la sanción por infracción muy grave impuesta a
- Resolución de 12 de mayo de 2014, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publican las sanciones por infracciones graves impuestas a
- Resolución de 12 de mayo de 2014, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica la sanción por infracción grave impuesta a
- Resolución de 12 de mayo de 2014, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publican las sanciones por infracciones graves impuestas a
- Resolución de 12 de mayo de 2014, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publican las sanciones por infracción muy grave impuestas a y a los miembros de su consejo de administración:
- Resolución de 12 de mayo de 2014, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publican las sanciones por infracción muy grave impues-



tas a y a los miembros de su consejo de administración:

- Resolución de 3 de junio de 2014, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publican las sanciones por infracciones graves impuestas a
- Resolución de 3 de junio de 2014, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publican las sanciones por infracción muy grave impuestas a y a sus administradores,
- Resolución de 13 de junio de 2014, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica la sanción por infracción muy grave impuesta a
- Resolución de 24 de junio de 2014, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publican las sanciones por infracción muy grave impuestas a
- Resolución de 24 de junio de 2014, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica la sanción por infracción grave impuesta a
- Resolución de 29 de julio de 2014, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica la sanción por infracción muy grave impuesta a
- Resolución de 8 de septiembre de 2014, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publican las sanciones por infracciones graves impuestas a
- Resolución de 17 de septiembre de 2014, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publican las sanciones por infracciones graves y muy graves, impuestas a y a los miembros de su consejo de administración:
- Resolución de 13 de octubre de 2014, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publican las sanciones por infracciones muy graves impuestas a y a los miembros de su consejo de administración:
- Resolución de 11 de diciembre de 2014, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica la sanción por infracción grave impuesta a

### 13.2 Servicio contencioso: revisión judicial de resoluciones sancionadoras y otras actuaciones ante los órganos jurisdiccionales

En 2014 se interpusieron 17 recursos administrativos contra resoluciones sancionadoras ante el Ministerio de Economía y Competitividad (diez de alzada y siete de reposición), siete de los cuales se desestimaron en el mismo ejercicio. Además, el Ministerio desestimó cuatro recursos de alzada y tres de reposición formulados en 2013 (véase cuadro 13.4).

**Procedimientos en los que ha intervenido la CNMV en 2014**

CUADRO 13.4

	Interpuestos	Resueltos
<b>Recursos administrativos</b>	<b>17</b>	<b>14</b>
Alzada	10	8
Reposición	7	6
<b>Recursos contencioso-administrativos</b>	<b>23</b>	<b>22</b>
	<b>Solicitudes tramitadas</b>	
<b>Colaboración con tribunales</b>		<b>441</b>

Fuente: CNMV.

En vía judicial, en el ejercicio 2014 se tuvo conocimiento de la interposición de 23 recursos contencioso-administrativos, 16 de ellos contra resoluciones relativas a expedientes sancionadores, uno contra el acuerdo de archivo de una denuncia – terminado en el mismo ejercicio por desistimiento del recurrente–, y uno contra la resolución por la que se inscribe un folleto de emisión y canje de instrumentos financieros. Los otros cinco procedimientos se refieren a reclamaciones de responsabilidad patrimonial. En concreto, un recurso se interpuso contra la resolución del Ministerio de Economía y Competitividad que desestimó la reclamación formulada por presunta responsabilidad patrimonial de la CNMV por su actuación en relación con un fondo de inversión. Los otros cuatro recursos han sido interpuestos contra la desestimación presunta, por silencio administrativo, de la reclamación formulada contra la CNMV y el Ministerio de Economía y Competitividad por su actuación en relación con la salida a bolsa de una entidad.

Asimismo, los tribunales dictaron 22 resoluciones (21 sentencias y un decreto de archivo por desistimiento del recurrente, ya mencionado), 13 de ellas en relación con expedientes sancionadores. De las diez sentencias dictadas por la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional relativas a resoluciones sancionadoras, siete confirmaron íntegramente las resoluciones recurridas, dos rebajaron las sanciones impuestas y una anuló la orden ministerial que resolvió el expediente sancionador. Asimismo, también fue desestimado un recurso tramitado por un Juzgado Central de lo Contencioso-Administrativo, que ratificó la sanción impuesta. Por su parte, el Tribunal Supremo dictó dos sentencias en materia sancionadora, que confirmaron las sanciones impuestas (véanse cuadro 13.4 y anexo III.3).

Por lo que se refiere a los recursos interpuestos contra otras resoluciones de la CNMV, en todos los casos han resultado confirmadas las resoluciones impugnadas, con excepción de una sentencia del Tribunal Supremo que desestimó el recurso de casación formulado por la Administración en relación con una modificación del Reglamento de Régimen Interior de la CNMV. Entre las restantes sentencias, cabe mencionar tres dictadas por la Audiencia Nacional que desestiman los recursos

interpuestos por un accionista de una sociedad cotizada, sendas inadmisiones de recursos contencioso-administrativos formulados contra un acuerdo de archivo de denuncia y contra un escrito remitido por la CNMV a un juzgado, y una sentencia del Tribunal Supremo que avala la actuación de la CNMV en relación con la suspensión del reembolso de las participaciones de un fondo de inversión.

Asimismo, en cumplimiento del principio general imperativo de prestar la colaboración requerida a jueces y tribunales, los expertos de la CNMV prestaron asistencia, en el ejercicio de sus funciones, a jueces y tribunales de toda índole. El número de solicitudes de colaboración recibidas en el ejercicio 2014 (que fueron, en concreto, 441) aumentó respecto del total de las cursadas en el ejercicio anterior, en el que se alcanzaron 381. Si bien destacó la cooperación con el orden jurisdiccional penal –fundamentalmente en procesos relativos a posibles delitos de estafa o apropiación indebida–, el mayor número de peticiones (un total de 341) correspondió a la jurisdicción civil. Tales peticiones versaron, fundamentalmente, sobre información relativa a la emisión y comercialización de instrumentos híbridos; sobre notificaciones de embargos (cuya competencia corresponde a las sociedades rectoras); sobre la propuesta de nombramiento de administrador concursal, por parte de la CNMV, de entidades emisoras de valores declaradas en concurso; sobre identificación de los valores y titularidad de personas o entidades (cuestión cuyo conocimiento corresponde a las entidades depositarias de dichos valores); sobre expedientes sancionadores tramitados por la CNMV; y, con carácter general, sobre la práctica de pruebas en procedimientos de diversa índole interpuestos antes distintas instancias judiciales, con solicitud de datos o documentación.

### 13.3 Denuncias

Durante el año 2014 se presentaron en la CNMV un total de cinco denuncias, dirigidas contra entidades bancarias por su actuación en el ámbito del mercado de valores y contra emisores o sociedades cotizadas.

<b>Denuncias presentadas en 2014</b>		CUADRO 13.5
<b>Entidades contra las que se denuncia</b>		<b>N.º denuncias</b>
Bancos		2
Emisores de valores /sociedades cotizadas		2
Otros		1
<b>Total</b>		<b>5</b>
<b>Contenido de las denuncias</b>		<b>N.º denuncias</b>
Obligaciones Ley Sociedades de Capital		3
Abuso de mercado		2
<b>Total</b>		<b>5</b>
<b>Situación de las denuncias a 31-12-2014</b>		<b>N.º denuncias</b>
En trámite		0
Cerradas		5
<b>Total</b>		<b>5</b>

Fuente: CNMV.

La materia objeto de denuncia se centró sustancialmente en presuntos incumplimientos de las obligaciones contenidas en el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de

julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. También se plantearon cuestiones relativas al abuso de mercado (comunicación de información relevante, posibles prácticas manipuladoras, alcance de las recomendaciones de inversión y conflictos de interés, entre otras cuestiones).

Por lo que respecta al estado de tramitación, a 31 de diciembre de 2014, y tras la realización, en cada caso, de las oportunas actuaciones llevadas a cabo por las direcciones competentes de la CNMV –cuyo contenido se encuentra sujeto al deber de secreto–, había concluido la tramitación de todas las denuncias presentadas durante el ejercicio.

### 13.4 Unidad de Apoyo Internacional

La Dirección del Servicio Contencioso y del Régimen Sancionador de la CNMV canaliza la cooperación con otros supervisores en materia de investigación. Durante 2014, la citada dirección cursó nueve solicitudes de colaboración a reguladores extranjeros (32 en 2013) y tramitó, a su vez, 43 solicitudes dirigidas a la CNMV (35 en 2013).

Siguiendo la tendencia de otros ejercicios, la mayoría de las peticiones de colaboración, tanto las cursadas por la CNMV como las recibidas de supervisores extranjeros, se referían principalmente a investigaciones de abuso de mercado y, en menor medida, a actividades realizadas por entidades no habilitadas.

### 13.5 Advertencias sobre entidades no autorizadas

A través de su sitio web, la CNMV publica advertencias dirigidas a los inversores sobre entidades no registradas que han sido detectadas por la propia Comisión o por otros supervisores.

En el año 2014, se difundieron las siguientes advertencias (véase anexo III.4):

- 23 advertencias en las que se alerta contra otras tantas entidades, en virtud de lo establecido en el artículo 13 de la LMV, que encomienda a la CNMV velar por la protección de los inversores promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para la consecución de este fin.
- 368 comunicaciones procedentes, principalmente, de organismos supervisores de Estados Miembros de la Unión Europea, que se refieren a entidades no autorizadas, y otras cuatro incluidas en el apartado «Otras advertencias», con alertas relativas a determinadas conductas o actuaciones irregulares.

Recordamos que en el año 2010, IOSCO puso en marcha, a través de su sitio web, un servicio de alerta sobre entidades no habilitadas en las que se incluyen aquellas advertencias emitidas por los miembros de la organización.

Dado que no todas las advertencias emitidas por los miembros de IOSCO son a su vez comunicadas a la CNMV, recomendamos visitar la sección dedicada a ello en la página web de IOSCO<sup>1</sup> para obtener mayor información.

Los foros internacionales tienen una importancia cada vez mayor en la regulación financiera y en la práctica supervisora. Por ello, para una mejor comprensión de las actuaciones de la CNMV, es conveniente contemplarlas en el contexto de un sistema crecientemente integrado de supervisión, que en Europa se articula en torno a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) como ámbito de encuentro y coordinación de todas las autoridades nacionales.

Esta tendencia, observada ya en los años anteriores, se verá considerablemente reforzada en un futuro inmediato como consecuencia de la entrada en vigor de la nueva legislación europea en materia de mercados financieros y sus normas de desarrollo, sobre las que se aporta información detallada en otros capítulos de este informe, y del nuevo proyecto de construcción en Europa de un mercado único de capitales. Esta idea, propiciada por el comisario Jonathan Hill como punto de referencia fundamental para el trabajo de la Comisión Europea en materia de regulación financiera durante la presente legislatura, tiene como objetivo eliminar las barreras que contribuyen a la fragmentación de los mercados de capitales en Europa y que reducen la eficiencia en la asignación de recursos.

En este contexto, la actividad internacional demanda recursos crecientes a nivel técnico y directivo para poder llevar a cabo las tareas de análisis, asesoramiento y colaboración técnica en los procesos de decisión que conlleva la participación de la CNMV en ESMA, IOSCO y otros organismos internacionales. De hecho, una gran parte de los departamentos están ya implicados, en mayor o menor medida, en actividades con proyección internacional y, en particular, europea: la CNMV cuenta con más de 50 representantes en más de 100 grupos de trabajo de carácter internacional. En este capítulo se explican brevemente las actividades más destacadas de algunos de estos grupos.

Asimismo, el plenario del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) acordó en marzo de 2015 la participación de la CNMV como miembro del Comité Permanente para la Implementación de Estándares (Standing Committee on Standards Implementation). El FSB es el órgano creado por el G20 para debatir y proponer el marco regulador de referencia para los mercados financieros a nivel global y su Comité Permanente para la Implementación de Estándares tiene el mandato de evaluar la puesta en práctica de las recomendaciones acordadas por el FSB.

### 14.1 Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA)

En 2014 la actividad principal de ESMA ha estado relacionada con el asesoramiento a la Comisión Europea en la elaboración de actos delegados y normas técnicas, de implementación y directrices que desarrollan las directivas y reglamentos comunitarios. Para hacer frente a la creciente carga de trabajo, la Autoridad ha incrementa-

do significativamente sus recursos humanos y materiales y ha solicitado una mayor participación de las autoridades nacionales en el desarrollo de estas tareas.

Por todo ello, la CNMV ha tenido que dedicar más recursos para contribuir a los trabajos que realizan los grupos permanentes (*standing committees*) y temporales (*task forces*) de ESMA, cuyas principales tareas en 2014 se describen en este apartado.

La Comisión Europea ha revisado durante el pasado ejercicio el funcionamiento de las tres autoridades europeas de supervisión (ESMA, EBA y EIOPA), así como el de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB). En el recuadro 14.1 se ofrece un resumen de las conclusiones.

### Protección de los inversores e intermediarios

Los trabajos de ESMA en esta materia se han centrado en el asesoramiento técnico a la Comisión Europea sobre normas de conducta, previsto en la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE; en la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID II); y en el Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones (MiFIR); así como en trabajos preparatorios para la elaboración de más de 70 estándares técnicos. Uno de los aspectos más debatidos de estos trabajos ha sido el relacionado con las circunstancias en las que los gestores de carteras pueden recibir informes de terceros sobre empresas cotizadas o informes macroeconómicos y la forma de remunerarlos.

También cabe destacar las opiniones de ESMA sobre las prácticas que deberían emplear las empresas de servicios de inversión cuando vendan productos complejos a los inversores minoristas, y sobre el diseño de productos estructurados para dichos inversores.

### Mercados secundarios e integridad del mercado

Tras la publicación en junio de la Directiva y del Reglamento de Mercados de Instrumentos Financieros, así como de la nueva Directiva sobre Abuso de Mercado<sup>1</sup>, se activó el proceso para la redacción de la correspondiente normativa de desarrollo. De manera inmediata, ESMA sometió a consulta y debate una serie de documentos para la elaboración de actos delegados y de normas técnicas.

Como se indica en el recuadro 10.2, en diciembre de 2014 ESMA remitió a la Comisión Europea el asesoramiento técnico previsto para la elaboración de los actos delegados y sometió a consulta pública un documento que servirá de base para la elaboración de las normas técnicas derivadas de la MiFID II y el MiFIR. El asesoramiento a la Comisión Europea para futuros actos delegados del Reglamento de Abuso de Mercado se remitió en febrero de 2015.

---

1 Directiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre sanciones penales aplicables al abuso de mercado.

## Posnegociación

Estas actividades se han centrado, principalmente, en cuatro áreas. En primer lugar, las actividades relacionadas con el desarrollo de EMIR, que se recogen en una nueva revisión del documento de preguntas y respuestas y en documentos relativos a la obligación de compensación de operaciones, sometidos a consulta. En segundo lugar, los trabajos relativos a las normas de segundo nivel del Reglamento (UE) n.º 909/2014, del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores, que han dado lugar a documentos de asesoramiento a la Comisión Europea y a borradores de normas técnicas de ESMA (véase el recuadro 10.3). Un tercer grupo es el relacionado con la dimensión internacional y transfronteriza de las actividades de posnegociación, que se ha centrado en los acuerdos suscritos con autoridades de terceros países para el reconocimiento de entidades de contrapartida central. Por último, hay que destacar los trabajos desarrollados para la supervisión de los registros de operaciones (*trade repositories*).

## Instituciones de inversión colectiva

De nuevo, la principal actividad de ESMA en este ámbito se ha centrado en las labores de asesoramiento a la Comisión Europea y en la elaboración de normas técnicas y directrices derivadas de la Directiva de gestores de fondos de inversión alternativos<sup>2</sup>; en concreto, en relación con la información que se debe remitir a ESMA, el pasaporte comunitario de las gestoras, la relación con terceros países y la segregación de activos. En el ámbito de la Directiva de las UCITS, ESMA ha elaborado un documento de directrices sobre fondos cotizados dirigido a las autoridades nacionales competentes y a las entidades gestoras. Por último, se han realizado trabajos para el desarrollo de los Reglamentos sobre fondos de capital-riesgo europeos (EuVECA) y fondos de emprendimiento social europeos (EuSEF)<sup>3</sup>.

## Comité de Innovación Financiera

Este comité, además de recopilar datos sobre la comercialización de productos financieros en los diferentes Estados Miembros, estudia el grado de implantación de fórmulas de financiación no bancaria de la economía real. Entre ellas está la financiación colectiva (*crowdfunding*) sobre la que se ha elaborado un informe para la Comisión Europea en el que se trataban los diferentes enfoques normativos adoptados por las jurisdicciones europeas. A este respecto, ESMA publicó a finales de 2014 una opinión dirigida a los participantes en los mercados. Asimismo, el Comité de Innovación Financiera –de acuerdo con lo dispuesto en el reglamento de ESMA– emitió en 2014 una opinión sobre buenas prácticas a la hora de diseñar productos estructurados dirigidos a inversores minoristas y un comunicado sobre los potenciales riesgos asociados a la inversión en instrumentos financieros convertibles contingentes.

---

2 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 y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009 y (UE) n.º 1095/2010.

3 Reglamento (UE) n.º 345/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre los fondos de capital-riesgo europeos y Reglamento (UE) n.º 346/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre los fondos de emprendimiento social europeos.

## Índices de referencia

El grupo de trabajo conjunto formado por ESMA y la Autoridad Bancaria Europea (EBA) sobre índices de referencia (*benchmarks*) ha efectuado un seguimiento de la aplicación práctica de los principios de ESMA sobre buenas prácticas, publicados en junio de 2014. Otras actividades destacadas del grupo fueron el seguimiento del proyecto de reglamento europeo sobre índices propuesto por la Comisión Europea y el seguimiento de la revisión y posible sustitución del Euribor.

## Otras actividades

ESMA, a través del Review Panel, ha continuado evaluando la convergencia de los Estados Miembros en la aplicación de la normativa europea. Destaca la revisión de las prácticas supervisoras en la información que se facilita a los inversores y en la aplicación del principio de mejor ejecución. Asimismo, se evaluó el grado de cumplimiento de las guías sobre negociación automatizada, revisión que fue coordinada por la CNMV.

Por lo que se refiere a la participación de ESMA en el Joint Committee –integrado por las tres autoridades supervisoras europeas– cabe destacar el impulso dado a los trabajos del subcomité de protección al consumidor de productos financieros, que ha trabajado en las iniciativas sobre productos financieros empaquetados dirigidos a minoristas, venta cruzada de productos y colocación de productos financieros de las propias entidades financieras a sus clientes. Finalmente, conviene también reseñar las directrices elaboradas, siguiendo un modelo previo diseñado por EIOPA, para la gestión armonizada de las reclamaciones de los inversores.

### Revisión de las Autoridades Europeas de Supervisión por parte de la Comisión Europea

RECUADRO 14.1

La Comisión Europea ha evaluado el funcionamiento de las Autoridades de Supervisión Europeas (ESA) desde su creación en enero de 2011 hasta diciembre de 2013, tal y como se contempla en sus respectivos reglamentos fundacionales. Para ello, ha organizado una audiencia y una consulta pública y ha tenido en cuenta la evaluación realizada por las propias ESA, así como los informes del Parlamento Europeo y del Fondo Monetario Internacional.

En su informe, publicado en agosto de 2014 y dirigido al Parlamento Europeo y al Consejo, la Comisión Europea afirma que el funcionamiento, en líneas generales, ha sido adecuado, teniendo en cuenta las circunstancias en las que se ha desarrollado, conclusión que ratifica el Consejo Europeo en sus consideraciones sobre dicho informe.

El examen revela áreas que requieren mejoras a corto y a medio plazo, y destaca que la creación de la Unión Bancaria no cuestiona, sino que refuerza la necesidad de las ESA como responsables de las normas y prácticas comunes de supervisión, si bien todavía es pronto para evaluar la interacción entre el Sistema Europeo de Supervisión Financiera y la Unión Bancaria.



### Reformas a corto plazo

Algunas de las mejoras identificadas en el examen pueden abordarse a corto plazo, en la medida en que no requieren cambio legislativo alguno. En este caso, la Comisión propone intensificar esfuerzos en la convergencia de la supervisión y dar prioridad a la protección de los consumidores e inversores, haciendo un uso completo de las competencias existentes en ambos casos.

También indica que la gestión interna de las autoridades se puede mejorar con una composición más equilibrada de los grupos consultivos y otorgando mayor papel y visibilidad al Joint Committee, que centra su trabajo en cuestiones intersectoriales fundamentales.

Otras propuestas, como la de otorgar mayores poderes al presidente, pueden mejorar la eficiencia en la gestión diaria, aunque esto no debería ir en detrimento de las competencias del Consejo de Supervisores o del Consejo Ejecutivo.

### Reformas a medio plazo

Hay otras propuestas de mayor calado que implican acción legislativa. Entre ellas, las que afectan a la gobernanza de las ESA, su financiación y sus competencias de actuación.

Para mejorar el gobierno de las Autoridades, la Comisión Europea apunta la conveniencia de aumentar la capacidad del Consejo de Supervisores para tomar decisiones rápidas en el mejor interés de la Unión Europea en su conjunto, así como fortalecer el papel del presidente y del Consejo Ejecutivo, incluso en el ámbito del acceso directo a los datos de las entidades supervisadas cuando sea necesario para el desempeño de sus tareas. No obstante, podría resultar prematuro explorar opciones para cambiar la gobernanza de las ESA cuando apenas han pasado tres años desde su constitución, sin que se hayan observado problemas relevantes que lo justifiquen.

En cuanto a las competencias de las autoridades, se plantea una posible ampliación en áreas como la supervisión de las normas de información financiera, la banca en la sombra (*shadow banking*) o en la supervisión directa de infraestructuras de mercado. Para ello sería necesario hacer uso de las actuales competencias de supervisión en toda su extensión y contar con experiencia en este ámbito que permita calibrar adecuadamente una eventual ampliación de competencias.

Sobre la financiación, el modelo actual basado en tres fuentes, distribuye adecuadamente la carga entre la industria directamente supervisada, la Comisión Europea, que sufragará la carga de trabajo procedente de las instituciones europeas, y las aportaciones de las autoridades nacionales competentes. Por tanto, conviene considerar con prudencia cualquier alternativa a este esquema de financiación.

En definitiva, cualquier reforma de calado que afecte al funcionamiento y competencias de las ESA requiere mayor reflexión y un conocimiento más

profundo de su funcionamiento y del Sistema Europeo de Supervisión Financiera, a partir de un ejercicio más completo de las competencias y facultades que ya les atribuye la legislación en la actualidad. Como también señala el Consejo Europeo, el trabajo de las ESA ha estado hasta ahora muy centrado en la regulación, por lo que el análisis retrospectivo es todavía limitado. Una reforma profunda debe prepararse con suficiente antelación y contar con la experiencia acumulada en el nuevo marco institucional de la Unión Bancaria y el Mecanismo Único de Supervisión.

## 14.2 IOSCO

Durante el ejercicio 2014, IOSCO ha elaborado un nuevo plan estratégico para los próximos cinco años. Este nuevo plan, que se aprobará en el primer semestre de 2015, es ambicioso tanto por sus objetivos como por las prioridades que establece. La globalización e interconexión de los mercados de capitales, el impacto de la constante innovación tecnológica y la creciente importancia de estos mercados para la financiación de las empresas son los aspectos sobre los que intenta incidir el nuevo plan.

Otro aspecto significativo en el que IOSCO ha estado trabajando en 2014, estrechamente relacionado con el plan estratégico mencionado, es la elaboración de un programa sobre recursos para formación (*capacity building resources*). Estos planes de formación están dirigidos, principalmente, a los miembros de la organización que pertenecen a economías emergentes o en desarrollo.

### Actividades directamente asociadas con la reforma financiera internacional

Con objeto de revitalizar el mercado de titulizaciones, IOSCO y el Comité de Basilea han elaborado conjuntamente un documento, que se sometió a consulta pública, con recomendaciones para favorecer el desarrollo de estructuras de titulación basadas en activos subyacentes homogéneos, que incluyan criterios de transparencia en la información que se proporciona a los inversores y que faciliten la comparabilidad de las emisiones.

Además, para evaluar el papel de los mercados de capitales en la financiación a largo plazo, un grupo especial de trabajo elaboró un informe donde se describen las iniciativas llevadas a cabo por países desarrollados y emergentes en los ámbitos de la renta fija y variable, así como en titulizaciones o vehículos de inversión en carteras de préstamos, para potenciar el papel del mercado en la financiación de las pymes y de los proyectos de construcción de infraestructuras. El informe se remitió a los ministros de finanzas y gobernadores de bancos centrales de los países del G20.

En noviembre de 2014, el grupo de trabajo de IOSCO sobre regulación de los mercados de derivados OTC sometió a consulta pública un documento en el que se analiza el impacto potencial de las obligaciones de postransparencia en la negociación de CDS.

Respecto a las infraestructuras de mercado, las actividades de IOSCO se han centrado principalmente en la evaluación del grado de adhesión de las distintas jurisdicciones a los principios sobre infraestructuras de mercados financieros, que se publicaron en

abril de 2012. También, han continuado los trabajos de elaboración de un marco de referencia para la difusión de información de carácter cuantitativo por parte de las entidades de contrapartida central, que deberán cumplimentar a finales de 2015. Por último, señalar que IOSCO, junto con el Comité de Pagos e Infraestructuras de Mercado (Committee on Payments and Markets Infrastructures), están promoviendo la convergencia y la armonización de los contenidos de información que deben facilitar las entidades encargadas de mantener los registros de operaciones (*trade repositories*).

### Índices de referencia

En 2014, este grupo de trabajo ha revisado la aplicación de los principios elaborados por IOSCO en 2013 a índices que no fueran el Euribor, Libor y Tibor. La revisión se ha llevado a cabo mediante la cumplimentación de un cuestionario enviado por IOSCO a los administradores de los índices revisados. El análisis constata que los principios se han utilizado en muchos casos como referencia para mejorar políticas y procedimientos que afectan a la gobernanza y el diseño del índice. Por tipos de activos, los de renta variable son los que registran mayor nivel de cumplimiento. Está previsto que a principios de 2015 se publique un informe con los resultados de la revisión, si bien manteniendo el anonimato de los índices analizados.

### Contabilidad, auditoría y difusión de información

IOSCO ha continuado su colaboración con el International Accounting Standards Board (IASB), remitiendo observaciones y propuestas en relación con un importante número de borradores de normas técnicas. La CNMV ha participado activamente en este ámbito. Asimismo, el grupo de trabajo ha finalizado el proyecto sobre *Non-GAAP Disclosures* y su objetivo es ahora el desarrollo de guías sobre medidas de desempeño no definidas en la normativa contable.

En relación con la auditoría, destaca la creación, por el Consejo de IOSCO, de un grupo de trabajo específico para elaborar recomendaciones sobre la calidad de este servicio (*audit quality*). Las recomendaciones se refieren a tres áreas: la calidad de las auditorías, potenciar el papel de los comités de auditoría u órganos equivalentes y estudiar posibles mejoras para que los organismos internacionales correspondientes elaboren normas de ética y auditoría.

También han continuado los trabajos sobre la integración en un único documento de la información que las sociedades están obligadas a facilitar al mercado (*integral reporting*): información financiera, de gestión, de gobierno corporativo y de responsabilidad social y medioambiental. Este proyecto está impulsado por el International Integrated Reporting Council (IIRC).

### Mercados secundarios

Los trabajos se han centrado en dos nuevos proyectos. El primero, referente a la solidez y seguridad de los sistemas electrónicos de negociación o mercados electrónicos, estudia las medidas que han adoptado la industria, los reguladores y los supervisores para evitar interrupciones en la negociación. El segundo analiza los planes de continuidad y recuperación en caso de producirse interrupciones u otro tipo de fallos en las plataformas de negociación.

## Intermediarios

En este ámbito destacan especialmente dos trabajos. El primero, en colaboración con el Consejo de Estabilidad Financiera, revisa las metodologías que se utilizan para la identificación de entidades financieras distintas de bancos y aseguradoras que puedan generar riesgo sistémico. El segundo trabajo analiza, por una parte, la utilización de las redes sociales –Facebook, Twitter, etc.– como medio para promocionar productos y servicios de inversión y, por otra, el asesoramiento de inversión vía Internet. En ambos casos también se estudia cómo llevan a cabo la supervisión las autoridades correspondientes.

## Cooperación e intercambio de información

Transcurrida más de una década desde la firma del actual acuerdo multilateral, este grupo ha comenzado a analizar algunos aspectos del mismo para, entre otros objetivos, adaptar su alcance e incrementar las capacidades de sus miembros a la hora de intercambiar información, de manera que sean acordes con las nuevas tecnologías que se utilizan en la negociación y contratación de productos financieros.

## Instituciones de inversión colectiva

Este grupo continúa trabajando en tres proyectos propuestos por el G20: identificación de entidades financieras que, sin estar sujetas a la regulación bancaria o de seguros, desarrollen actividades que puedan comportar riesgos sistémicos; publicación anual de información sobre fondos de inversión alternativa y reducción de la dependencia de las IIC de las calificaciones de las agencias.

## Inversores minoristas

Este comité, constituido con carácter permanente el año anterior, tiene como finalidad mejorar la educación financiera de los inversores. Sus trabajos se han centrado en dos ámbitos: i) mensajes antifraude (*anti-fraud messaging*), cuyo objetivo es la identificación de las prácticas o estrategias de comunicación más eficaces que lleva a cabo cada jurisdicción (tipos de mensajes, contenido y estilo de los mensajes, canales de comunicación utilizados, etc.) para informar adecuadamente a los inversores sobre el fraude financiero y conseguir un cambio en su comportamiento; y ii) riesgos de las inversiones (*investment risk education*), con el objeto de desarrollar unas normas o recomendaciones sobre buenas prácticas que ayuden al inversor a analizar su propio perfil de riesgo, a comprender la relación entre riesgo y beneficio y a desarrollar estrategias como la diversificación para gestionar ese riesgo.

## 14.3 Otros foros internacionales

### Joint Forum

El Joint Forum (JF) es un comité integrado por representantes de IOSCO, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros, que se ocupa de los problemas relacionados con la regulación de los conglomerados financieros, siguiendo los acuerdos del G20 y bajo la coordinación del FSB.

En 2014, los citados comités acordaron la disolución del Joint Forum una vez concluyesen los trabajos en curso, durante el primer semestre de 2015, si bien las secretarías de las tres organizaciones integrantes seguirán cooperando entre sí y con los grupos de trabajo del FSB.

Durante 2014, el JF publicó su análisis de la aplicación de los principios sobre supervisión de conglomerados financieros y en el primer semestre de 2015 tiene previsto finalizar los trabajos sobre el tratamiento de los activos sujetos a cargas (*asset encumbrance*) y sobre la gestión del riesgo de crédito en un entorno poscrisis.

### **Mercado Ibérico de la Electricidad (MIBEL)**

El Consejo de Reguladores del MIBEL, integrado por los reguladores energéticos y los supervisores de valores de España y Portugal, tiene encomendado el seguimiento del mercado ibérico de la electricidad de contado y plazo. Hay que señalar que en el primer semestre de 2015 la presidencia del Consejo de Reguladores recaerá en la CNMV.

Como actividades destacadas en 2014 hay que señalar el inicio del funcionamiento de la interconexión eléctrica de la península ibérica con la región noroeste de Europa, y los estudios preliminares para la integración en el MIBEL de la energía de régimen especial, esto es, de la energía renovable. El inicio de las subastas de instrumentos financieros (*financial transmission rights*), a través de las que se gestiona el riesgo asociado a la interconexión entre España y Portugal, ha reforzado la dimensión financiera del MIBEL.

### **Asociación de Reguladores de Valores del Mediterráneo<sup>4</sup>**

En la reunión anual de presidentes se acordó la modificación y actualización de los estatutos de la asociación con motivo de la adhesión de la Comisión de Valores de Turquía (CMB).

En lo referente a los cambios en los estatutos, se acordó establecer de manera rotatoria una presidencia y vicepresidencia en la asociación por periodos de un bienio. De esta forma, se elegirá un vicepresidente cada dos años que asumirá la presidencia al finalizar el mandato de su predecesor. Además, la presidencia, que se encargará a su vez de la secretaría de la asociación, y la vicepresidencia rotarán entre los miembros, de manera que esté representado un país de la Unión Europea junto a otro de la asociación.

En el periodo 2014-2015 la Comisión de Valores de Marruecos (CDVM) presidirá la asociación y la CNMV ejercerá la vicepresidencia.

En la reunión anual de presidentes se analizaron las propuestas legislativas y actividades realizadas como consecuencia de la reforma financiera global, auspiciada por el G20 y el FSB. En este contexto, se presentaron también las actividades realizadas

---

4 Actualmente, la Asociación de Reguladores de Valores del Mediterráneo está constituida por Argelia (COSOB), Egipto (EFSa), España (CNMV), Francia (AMF), Italia (CONSOB), Marruecos (CDVM), Portugal (CMVM), Túnez (CMF), Turquía (CMB) y Grecia (HCMC).

por ESMA y la legislación adoptada por la Unión Europea, así como las actividades y propuestas de IOSCO, según prevén los estatutos de la asociación.

Entre las actividades de 2014 destaca un seminario de trabajo sobre información financiera periódica, donde se han presentado las novedades legislativas en este ámbito.

Respecto al grupo de trabajo sobre abuso de mercado, la demora en la aprobación de la nueva directiva y su reglamento ha obligado a posponer al primer trimestre de 2015 la actualización del marco regulatorio y la celebración de un seminario sobre esta materia, previsto para finales del año anterior.

## **V CNMV: Aspectos organizativos, económicos e institucionales**





## 15 Organización

### 15.1 Recursos humanos y organización

#### Evolución de la plantilla y procesos de selección de personal

A finales de 2014, la CNMV contaba con una plantilla de 410 empleados, lo cual supone un descenso de 11 personas respecto al año 2013. Durante el ejercicio se produjeron 13 altas y 24 bajas.

#### Plantilla de la CNMV: composición por categorías profesionales

CUADRO 15.1

Número de empleados a fin de cada ejercicio

	2013			2014		
	Total	Hombres	Mujeres	Total	Hombres	Mujeres
Personal de servicios	8	8	–	8	8	–
Administrativos y operadores informáticos	67	13	54	67	13	54
Técnicos	321	149	172	310	141	169
Dirección	25	18	7	25	18	7
<b>Total</b>	<b>421</b>	<b>188</b>	<b>233</b>	<b>410</b>	<b>180</b>	<b>230</b>

Fuente: CNMV.

Durante el primer semestre del año se realizó un proceso de selección para cubrir cinco plazas de personal laboral técnico para diferentes direcciones y departamentos. Las personas seleccionadas se incorporaron a la CNMV en los meses de septiembre y octubre.

Asimismo, en el segundo trimestre del año se realizó un proceso de selección para cubrir una plaza temporal de técnico en el Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones. El candidato seleccionado se incorporó a mediados de septiembre. En este mismo mes, se publicó la convocatoria y se inició el proceso de selección de diez plazas de personal laboral técnico para diferentes direcciones y departamentos de la CNMV. La contratación de las personas seleccionadas se formalizará, previsiblemente, en el primer semestre del año 2015.

Durante el pasado ejercicio se realizaron 12 convocatorias internas para la cobertura de puestos técnicos.

En el mes de octubre se publicó una resolución de la Presidenta por la que se convocaba la provisión del puesto de Director de Informes Financieros y Corporativos mediante el sistema de libre designación. Como resultado de esta convocatoria, el nombramiento de la persona seleccionada se produjo en el mes de diciembre.

Finalmente, cabe mencionar la selección de un empleado de la CNMV para cubrir una plaza ofertada por ESMA en régimen de traslado temporal (*secondment*).

### Distribución del personal por departamentos

CUADRO 15.2

Número de empleados a fin de cada ejercicio

	2013			2014		
	Total	Hombres	Mujeres	Total	Hombres	Mujeres
Direcciones generales de línea	283	116	167	274	110	164
Entidades	123	49	74	116	45	71
Mercados	102	42	60	101	42	59
Servicio jurídico	58	25	33	57	23	34
Departamentos	118	66	52	115	64	51
Consejo	20	6	14	21	6	15
<b>Total</b>	<b>421</b>	<b>188</b>	<b>233</b>	<b>410</b>	<b>180</b>	<b>230</b>

Fuente: CNMV.

### Acciones formativas

En el marco de su programa de formación, la CNMV puso en marcha durante 2014 diversas iniciativas, entre las que cabe destacar las siguientes:

- Acciones colectivas internas, impartidas por los empleados para difundir y compartir conocimientos en diversas materias en el ámbito de la CNMV. El 40% de la plantilla se ha beneficiado de este tipo de acciones, un 11% más que en el mismo periodo del año anterior. Estas acciones colectivas internas han representado el 10% de la formación total impartida.
- Acciones colectivas externas, desarrolladas e impartidas en colaboración con diferentes escuelas y centros especializados de formación. Se han organizado un total de 3.300 horas de formación y ha participado en ellas el 40% de la plantilla.
- Acciones formativas para el desarrollo de habilidades, que han supuesto un 17% de las horas formativas totales y en las que han participado 71 empleados.
- Acciones formativas en materia de seguridad y salud en el trabajo. Durante 2014 se ha proporcionado formación al equipo de emergencia del edificio de la calle Edison (sede de la CNMV en Madrid) y se ha impartido la formación obligatoria en materia de prevención de riesgos en el puesto de trabajo a todos los empleados de la CNMV que previamente no habían recibido el curso en esta materia. Todo ello se ha reflejado en más de 1.000 horas formativas. El 74% de la plantilla ha recibido formación en esta materia. Además, como el año anterior, se han organizado sesiones formativas de primeros auxilios.
- Acciones formativas individuales, para aquellos contenidos no cubiertos por las acciones colectivas. Estas contaron con la participación del 4% de la plantilla.

- Acciones formativas internacionales, planificadas e impartidas por IOSCO y ESMA, en las que han participado 32 empleados de la CNMV (el 8% de la plantilla).

Como resultado del programa de formación, en 2014 se impartieron un total de 88 acciones formativas y más de 14.000 horas de formación. Cada empleado recibió, en promedio, 35 horas de formación, y el 92% de la plantilla participó en alguna de las acciones formativas planificadas.

Durante el año 2014, se ha puesto en marcha una nueva edición del programa de formación técnica en modalidad *e-learning*, desarrollado por ESMA, en el que participan actualmente 35 empleados de la CNMV. Está previsto que el programa, cuyos participantes valoran de manera muy positiva tanto los contenidos como la plataforma tecnológica, continúe durante 2015.

Como en años anteriores, se puso en marcha una nueva edición del programa de idiomas, en el que participó el 48% de la plantilla. Los participantes recibieron un total de 10.980 horas de formación, lo que supone un promedio de 26 horas por empleado. Como complemento, con el objetivo de facilitar el perfeccionamiento del idioma (inglés, francés o alemán) en un entorno nativo, se ofreció la posibilidad, por quinto año consecutivo, de realizar cursos de verano en el extranjero. En total, considerando las diferentes opciones posibles, el programa de verano contó con la participación del 9% de la plantilla.

### Otras iniciativas destacadas en el ámbito de los recursos humanos

En 2014, tuvo lugar una nueva edición del programa de teletrabajo. El número de empleados que ha participado durante el año ha sido de 46.

Con periodicidad trimestral, se han publicado los cuatro números de la revista interna *Entre Nosotr@s*, para la difusión de información en materia de recursos humanos entre los empleados de la CNMV. Además, por segunda vez desde el inicio de su publicación, se realizó una encuesta entre la plantilla para conocer el grado de satisfacción de los empleados con este canal de comunicación interno. De los 116 empleados encuestados el 56% de los participantes otorgó un notable a la publicación y el 57% señaló que leía «todo o casi todo» el contenido.

En el último trimestre del año, se llevó a cabo el III Concurso de Dibujo Infantil CNMV, con la temática de «La Navidad» y en el que participaron 113 hijos de empleados, de entre 3 y 14 años. En el mes de diciembre se celebró la entrega de premios y se difundió entre todos los empleados.

### Novedades en el ámbito de la organización

En el mes de julio, la Comisión Paritaria de Vigilancia, Interpretación y Estudio (CPVIE) del Acuerdo de Relaciones Laborales (ARL), en virtud de lo previsto en su artículo 2.1.i, procedió a actualizar el contenido del ARL para adaptarlo a la Resolución de 28 de diciembre de 2012, de la Secretaría de Estado de Administraciones Públicas, por la que se dictan instrucciones sobre jornada y horarios de trabajo del personal al servicio de la Administración General del Estado y sus organismos públicos.

## 15.2 Sistemas de información

Durante 2014 se introdujeron mejoras en los sistemas de información de la CNMV con los siguientes objetivos principales:

- Renovar las infraestructuras técnicas, físicas y lógicas de los sistemas centrales, potenciando los elementos de seguridad y continuidad de todas las instalaciones.
- Desarrollar las aplicaciones informáticas para dar soporte a las nuevas normas que han entrado en vigor durante el año, a la vez que se renuevan las que han quedado obsoletas tecnológicamente.
- Potenciar la sede electrónica y el registro electrónico para que, casi en su totalidad, los trámites ante la CNMV se realicen por esta vía.

Con estos objetivos se desarrollaron diversas aplicaciones, algunas de las cuales entraron en explotación a lo largo del año. Entre ellas se encuentran las siguientes: renovación de la gestión de reclamaciones y consultas de inversores, nuevo informe anual de gobierno corporativo, nueva información de fondos de titulización de activos, registro de entidades de gestión alternativa, remisión de información a ESMA sobre entidades registradas, renovación del Portal del Inversor y nuevo soporte de la gestión de la Agencia Nacional de Codificación de Valores. Otras aplicaciones siguen estando actualmente en desarrollo, entre ellas las de folletos de IIC y folletos de emisión.

También se ha continuado con el desarrollo y la implantación del nuevo sistema de gestión integral de documentos en soporte imagen.

Asimismo, la web de la CNMV –cuyo número de accesos se ha incrementado de manera importante– ha sido objeto de mejoras, especialmente para facilitar el acceso del público a algunos de los contenidos más demandados, a la vez que se han incorporado nueva información a las secciones tradicionales.

Las mejoras también han alcanzado a la sede electrónica. Durante 2014 se han incorporado cuatro nuevos trámites al servicio CIFRADO/CNMV del Registro Electrónico, que en la actualidad ofrece 56 tipos distintos de trámites en total. También se han implementado nuevas facilidades para el inversor a la hora de presentar reclamaciones, quejas y consultas por vía electrónica (véanse los apartados 12.1 y 12.2).

En el cuadro 15.3, que presenta la distribución de los documentos registrados en la CNMV según el tipo de soporte, puede verse el importante avance que han tenido las entradas por vía electrónica (del 73% en 2013 al 81% en 2014). Las entradas en papel tan solo representan un 19% del total.

### Documentos recibidos en la CNMV

CUADRO 15.3

	2013		2014	
	Número	Distribución (%)	Número	Distribución (%)
Electrónicos	121.962	73	123.116	81
En papel	45.672	27	28.994	19
<b>Total</b>	<b>167.634</b>	<b>100</b>	<b>152.110</b>	<b>100</b>

Fuente: CNMV.

La sede electrónica también está cobrando una importancia cada vez mayor en la remisión de documentos por parte de la CNMV. En el cuadro 15.4 se presenta la distribución de las salidas del Registro Electrónico de la CNMV. Por esta vía se remitieron el pasado año 136.432 documentos, lo que supone el 79% de las salidas totales del registro (70% de 2013). Como puede observarse, la mayoría de estas salidas son envíos por correo electrónico, aunque hay que destacar el incremento en las comunicaciones registrales y requerimientos realizados a través de la sede electrónica (que han pasado del 8,6% en 2013 al 10,9% en 2014). Los requerimientos electrónicos se han multiplicado por diez respecto al año anterior.

#### Salidas del Registro Electrónico de la CNMV

CUADRO 15.4

	2013		2014	
	Número	Distribución (%)	Número	Distribución (%)
Correos electrónicos con acuse de recibo de trámites de entrada	104.468	76	101.227	74
Correos electrónicos informativos	21.818	16	20.317	15
Comunicaciones registrales	11.615	8	13.031	10
Requerimientos	191	0	1.857	1
<b>Total</b>	<b>138.092</b>	<b>100</b>	<b>136.432</b>	<b>100</b>

Fuente: CNMV.

Los datos sobre entradas y salidas electrónicas del registro avalan la fuerte implantación de la administración electrónica en la CNMV. Puede decirse que el soporte papel está comenzando a tener un carácter residual, al representar menos del 20% de las entradas y de las salidas.

#### Plan de Actividades de la CNMV 2015

RECUADRO 15.1

La CNMV presentó el pasado mes de febrero su Plan de Actividades para 2015 continuando con el compromiso público iniciado en 2007 de mejorar la transparencia y la rendición de cuentas de sus actividades. El plan, que fue previamente sometido a la consideración del Comité Consultivo de la CNMV, detalla los objetivos establecidos para el año en curso e incluye una revisión del grado de cumplimiento de los compromisos asumidos en el plan de 2014.

Durante el pasado año se han completado 27 objetivos del plan correspondiente a 2014, lo que supone el 75% de los inicialmente previstos. Adicionalmente, de los objetivos concluidos, el 96% se llevó a cabo dentro del plazo establecido. Si se excluyen los seis objetivos cuya consecución no dependía exclusivamente de la CNMV, el grado de seguimiento del plan asciende al 90%. Cabe reseñar que tan solo tres objetivos no han podido cumplirse en su totalidad por causas imputables únicamente a la CNMV y que de estos, dos no se han completado porque se ha optado por redefinirlos, aunque se encuentran en una fase muy avanzada.

Partiendo de las funciones atribuidas normativamente a la CNMV como organismo encargado de la supervisión e inspección de los mercados de valores

españoles y de la actividad de cuantos intervienen en los mismos, el Plan de Actividades correspondiente a 2015 se articula en cuatro líneas estratégicas que inspiran un total de 34 objetivos.

La primera línea estratégica se centra en la mejora del funcionamiento de la institución, buscando flexibilidad y capacidad de adaptación al entorno, con el fin de potenciar el crecimiento de los mercados de valores españoles. En este sentido, se procurará, a través de una revisión crítica tanto de los procedimientos y manuales internos como de las guías públicas, reducir los plazos de actuación de la institución mediante la optimización de los tiempos de tramitación. De esta forma, además, se pretende que la actuación de la CNMV sea más previsible y transparente para los interesados. En esta línea, también se hará un esfuerzo por incorporar mejoras tecnológicas y se continuará reforzando la política de comunicación de la institución, con especial atención a los medios digitales.

En segundo lugar, la CNMV contempla hacer uso de nuevas herramientas para intensificar la política de supervisión preventiva desarrollada en los últimos años y reforzar la protección del inversor. Para ello, aprovechará las nuevas capacidades que previsiblemente se le atribuirán y que se encuentran recogidas en el Proyecto de Ley de fomento de la financiación empresarial.

La tercera línea estratégica contempla el aumento de nuevas competencias y áreas de supervisión. En este sentido, está previsto el desarrollo de las nuevas facultades relacionadas con las medidas para incentivar vías alternativas a la financiación bancaria, entre las que cabe señalar la regulación de las plataformas de financiación participativa (*crowdfunding*) y la reforma del régimen de las titulizaciones.

Por último, se buscará la interacción constante con el sector y los inversores para lograr una CNMV moderna y abierta, en constante actitud de escucha activa y que, asimismo, participe de forma dinámica y eficaz en los organismos internacionales de los que forma parte, con especial atención a los europeos. En este sentido, la CNMV organizará a nivel nacional reuniones periódicas de trabajo con la industria y con otras partes interesadas para valorar conjuntamente el enfoque más adecuado de regulación y supervisión. En el plano internacional, la CNMV continuará dedicando importantes esfuerzos para influir en los desarrollos de normas europeas desde las fases iniciales de su elaboración, con la aportación de expertos cualificados a los grupos de trabajo y mediante el fomento de la participación del mercado español en las consultas públicas.

## XXV Aniversario de la CNMV

RECUADRO 15.2

En 2014 se cumplieron 25 años desde el inicio de las actividades de la CNMV, una vez creada por la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores como nuevo ente encargado de la supervisión e inspección de los mercados de valores españoles.

Con motivo de este vigésimo quinto aniversario, la CNMV organizó, a lo largo de 2014, tres conferencias de ámbito nacional e internacional con el fin de acercar la institución al sector y recordar la importancia pasada, presente y futura de la CNMV en los mercados financieros.

La primera de las conferencias, que se celebró en el mes de mayo y reunió a unos 200 invitados representativos del sector financiero, se centró en recapitular acerca de la evolución de los mercados financieros españoles en los últimos 25 años y en destacar el papel de la CNMV durante dicho periodo.

En esta conferencia varios expresidentes de la institución, como Luis Carlos Croissier, Juan Fernández-Armesto y Manuel Conthe, así como representantes relevantes de la industria tuvieron la oportunidad de transmitir a los asistentes su visión de la evolución de la CNMV y de los retos que debe asumir en el futuro. La conferencia fue clausurada por el Ministro de Economía y Competitividad, Luis de Guindos.

En junio, la CNMV organizó, conjuntamente con el Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores (IIMV) –que, a su vez, cumplía 15 años de existencia–, la segunda de las conferencias previstas. El objetivo de este acto fue realzar la importancia de los lazos que unen a España con Iberoamérica, destacando el papel del IIMV y de la CNMV en el acercamiento de los mercados de valores de todos los países iberoamericanos. Esta conferencia contó con la asistencia de representantes de comisiones de valores de todos los países del mundo, con especial participación de altos cargos de organismos supervisores de Estados iberoamericanos.

Finalmente y en colaboración con SUERF (Société Universitaire Européenne de Recherches Financières), se celebró en noviembre la tercera de las conferencias previstas, con un enfoque más académico. En ella se analizaron los retos de la regulación del mercado de valores, con especial atención a temas relativos a la protección del inversor y al gobierno corporativo. La conferencia contó con la intervención de expresidentes de la CNMV y destacados representantes del mundo académico y empresarial.





### 16.1 Ingresos y gastos

La CNMV obtuvo en 2014 unos ingresos totales de 51,7 millones de euros e incurrió en unos gastos de 42,7 millones, con lo que el excedente del ejercicio fue de 9,0 millones de euros.

El resultado de la gestión ordinaria ascendió a 7,1 millones. Los ingresos ordinarios, que proceden en su mayor parte del cobro de tasas, alcanzaron un importe de 49,1 millones de euros, un 2,3% más que en el ejercicio 2013.

Los gastos de gestión ordinaria ascendieron a 42,0 millones de euros, lo que se traduce en una reducción del 4,1% respecto al año anterior. Los gastos correspondientes a personal, que representaron el 67,5% del total de gastos ordinarios, aumentaron un 1,4%, a pesar de una disminución de la plantilla media del 1,7%. Este incremento es consecuencia del desembolso del 24,04% de las cantidades que los empleados de la CNMV dejaron de percibir por la supresión de la paga extraordinaria de diciembre de 2012, en virtud de lo establecido en la Ley 36/2014, de 26 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2015.

El resto de gastos de gestión ordinaria se redujo un 13,7%, centrándose la disminución en el epígrafe de suministros y servicios exteriores. El descenso del 21,8% que refleja esta partida deriva, principalmente, de la puesta en pleno funcionamiento del nuevo edificio sede de la CNMV durante el ejercicio 2013, cuya adquisición en propiedad permitió cancelar los contratos de alquiler de oficinas y obtener una reducción de los gastos de arrendamiento de 1,1 millones de euros en el año 2014. También se registraron rebajas significativas en las partidas de mensajería y correos (58,5%), servicios profesionales independientes (21,0%), comunicaciones y servicios de información (9,9%), personal externo (10,9%) y seguridad (7,0%).

El resultado de las operaciones financieras refleja un saldo de 2,3 millones de euros.

Con fecha de 9 de mayo de 2014, el Gobierno, a propuesta de la CNMV, acordó la distribución del resultado obtenido en el ejercicio 2012, estableciendo el importe a ingresar en el Tesoro Público en 1,8 millones de euros y la aplicación del resto a reservas de la CNMV.

### 16.2 Estructura de tasas

Como se aprecia en el cuadro 16.1, en el que se detallan las tasas percibidas por los diferentes servicios que presta la CNMV, los ingresos en este concepto aumentaron un 3,4% en 2014.

El aumento se explica, fundamentalmente, por el alza en la recaudación derivada de la supervisión de la actividad de los miembros de las bolsas (31,9%) y de la supervisión de instituciones de inversión colectiva (27,1%). Este incremento queda parcialmente compensado por la caída en la recaudación de las tasas de supervisión de la actividad de los participantes en la Sociedad de Sistemas (-14,2%).

### Ingresos por tasas en la CNMV

CUADRO 16.1

Importes en miles de euros

Actividad o servicio	2013	2014	% var. 14/13	Variación
<b>Inscripción de folletos y entidades</b>	<b>6.035,9</b>	<b>6.047,5</b>	<b>0,2</b>	<b>11,6</b>
Inscripción de folletos	5.113,0	5.004,2	-2,1	-108,8
Folletos de emisión	4.087,1	4.058,2	-0,7	-28,9
Folletos de admisión	506,7	452,9	-10,6	-53,8
Verificación requisitos de admisión AIAF	519,2	493,1	-5,0	-26,1
Inscripción de entidades	830,9	925,3	11,4	94,4
Autorización de opas	92,0	118,0	28,2	26,0
<b>Supervisión de mercados</b>	<b>32.186,9</b>	<b>31.940,0</b>	<b>-0,8</b>	<b>-246,9</b>
Actividad de miembros de AIAF	234,4	86,2	-63,2	-148,2
Actividad de participantes en Sociedad de Sistemas	22.211,9	19.063,6	-14,2	-3.148,3
Actividad de miembros de bolsa	9.484,7	12.505,9	31,9	3.021,2
Actividad de miembros de MEFF RF	0,1	0,0	-56,3	-0,1
Actividad de miembros de MEFF RV	254,5	283,0	11,2	28,5
Actividad de miembros de MFAO	1,3	1,3	-3,1	-0,0
<b>Supervisión de entidades</b>	<b>8.009,7</b>	<b>9.810,2</b>	<b>22,5</b>	<b>1.800,5</b>
Supervisión IIC	6.990,0	8.885,6	27,1	1.895,6
Fondos de inversión	5.731,1	7.483,6	30,6	1.752,5
Sociedades de inversión	1.046,7	1.238,3	18,3	191,6
Fondos de inversión inmobiliaria	156,4	110,6	-29,3	-45,8
Sociedades de inversión inmobiliaria	55,8	53,2	-4,7	-2,6
Supervisión sociedades gestoras de IIC y FT	107,1	122,5	14,4	15,4
Sociedades gestoras de IIC	76,0	92,6	21,8	16,6
Sociedades gestoras de fondos de titulización	31,1	29,9	-3,7	-1,2
Supervisión empresas servicios de inversión	912,6	802,1	-12,1	-110,5
Sociedades gestoras de cartera	12,6	3,7	-70,6	-8,9
Sociedades y agencias de valores	900,0	798,4	-11,3	-101,6
<b>Expedición de certificados</b>	<b>5,7</b>	<b>5,2</b>	<b>-8,6</b>	<b>-0,5</b>
<b>Total</b>	<b>46.238,2</b>	<b>47.802,9</b>	<b>3,4</b>	<b>1.564,7</b>

Fuente: CNMV.

La CNMV ejerce en España las funciones de Agencia Nacional de Codificación de Valores (ANCV), cuyo objetivo principal consiste en asignar y gestionar los códigos internacionales de identificación de valores (ISIN<sup>1</sup>) y de clasificación de instrumentos financieros (CFI<sup>2</sup>), facilitando la difusión y utilización de los mismos entre todos sus usuarios. Igualmente, se ocupa de asignar el nombre corto del instrumento financiero (FISN<sup>3</sup>) de acuerdo con estándar ISO 18774 según su borrador final. En nuestro país el ISIN se utiliza como primer identificador en los procesos de contratación, compensación y liquidación de valores. En su papel de ANCV, la CNMV es socio fundador y miembro de pleno derecho de la Asociación Internacional de Agencias Nacionales de Codificación (ANNA, por su acrónimo en inglés), que a finales de 2014 contaba con 89 países miembros de pleno derecho y 27 asociados.

Más allá del ámbito nacional, la ANCV participa de forma activa en varios grupos de trabajo y órganos de gestión internacionales relacionados con su actividad. Actualmente desempeña el papel de coordinador del WG2: ISIN Quality and Guidelines, perteneciente a ANNA, compuesto por representantes de varias agencias nacionales y que se encarga de la elaboración y mantenimiento de normas y criterios uniformes de asignación del código ISIN a nivel internacional. La ANCV también contribuye a la elaboración y revisión de estándares ISO a través del Subcomité Técnico 4 (SC4<sup>4</sup>) de ANNA. Cabe destacar que en agosto entró en vigor la séptima edición del estándar ISO 6166 (ISIN), que sustituye a la anterior de 2001, y que a finales de año concluyeron los trabajos de preparación del estándar ISO 18774, estando prevista su publicación definitiva como estándar internacional a lo largo del primer semestre de 2015.

Por lo que se refiere a las estadísticas relevantes dentro de la actividad de la ANCV, el número de valores e instrumentos financieros codificados durante el ejercicio fue de 13.104, lo que supuso un incremento del 2,2% en relación con 2013 (véase cuadro 17.1). La renta variable experimentó un aumento del 26,3% en el número de emisiones, debido principalmente al mayor número de códigos asignados a las instituciones de inversión colectiva. Dentro de la renta fija, las emisiones de deuda pública crecieron un 23,8%. El aumento fue mucho mayor en las emisiones codificadas de bonos y obligaciones (un 504,3% y 242,9%, respectivamente), mientras que en las de pagarés, cédulas y bonos de titulización se produjo una disminución. Se aprecia también un incremento significativo en las emisiones de productos estructurados codificados (un 93,6%). Respecto a las emisiones de *warrants*, se observa un descenso del 11,9% en la codificación. Finalmente, en el mercado de productos deri-

---

1 International Securities Identification Number: estándar ISO 6166.

2 Classification of Financial Instruments: estándar ISO 10962.

3 Financial Instrument Short Name: estándar ISO 18774.

4 El SC4 es responsable de los estándares de valores e instrumentos financieros y está encuadrado dentro del Comité Técnico 68 de ISO.

vados apenas se modificó el número de opciones codificadas, mientras que los futuros y los *swaps* sobre la electricidad registraron un incremento del 11,2% y del 90,2%, respectivamente.

### Número de valores y otros instrumentos financieros codificados

CUADRO 17.1

	2013	2014	% var.
<b>Renta variable</b>	<b>563</b>	<b>711</b>	<b>26,3</b>
Acciones	201	188	-6,5
IIC y FCR	362	523	44,5
Part. preferentes	0	0	0,0
<b>Renta fija</b>	<b>1.201</b>	<b>1.295</b>	<b>7,8</b>
Deuda Pública	80	99	23,8
Letras y pagarés	9	12	33,3
Bonos y obligaciones	71	87	22,5
Renta fija privada	1.121	1.196	6,7
Pagarés	977	809	-17,2
Bonos	46	278	504,3
Obligaciones	14	48	242,9
Cédulas	40	28	-30,0
Bonos de titulización	44	33	-25,0
<b>Productos estructurados</b>	<b>141</b>	<b>273</b>	<b>93,6</b>
<b>Derechos</b>	<b>42</b>	<b>51</b>	<b>21,4</b>
<b>Warrants y certificados</b>	<b>3.059</b>	<b>2.695</b>	<b>-11,9</b>
<b>Opciones</b>	<b>7.317</b>	<b>7.324</b>	<b>0,1</b>
<b>Futuros</b>	<b>260</b>	<b>289</b>	<b>11,2</b>
<b>Swaps</b>	<b>245</b>	<b>466</b>	<b>90,2</b>
<b>Total</b>	<b>12.828</b>	<b>13.104</b>	<b>2,2</b>

Fuente: CNMV.

Al finalizar el año, el número de valores y otros instrumentos financieros activos con código ISIN en la base de datos de la ANCV ascendía a 21.570. Los valores e instrumentos financieros cotizados representaban el 55,6% del total.

Por lo que respecta a las consultas atendidas por la ANCV, su número total fue de 681, disminuyendo un 22,3% respecto al año anterior. Las consultas sobre códigos nacionales, que supusieron un 84% del total, se redujeron en un 12,6% respecto a las atendidas en 2013. Por su parte, las consultas sobre códigos extranjeros experimentaron una reducción del 51,1%.

### Consultas atendidas directamente por la ANCV

CUADRO 17.2

	2013	2014	% var.
Códigos nacionales	657	574	-12,6
Códigos extranjeros	219	107	-51,1
<b>Total</b>	<b>876</b>	<b>681</b>	<b>-22,3</b>

Fuente: CNMV.

### 18.1 Introducción

El Comité Consultivo es el órgano de asesoramiento del Consejo de la CNMV. Sus funciones y composición están contempladas en el artículo 22 de la Ley del Mercado de Valores (LMV) y la norma que lo desarrolla, el Real Decreto 303/2012, de 3 de febrero, por el que se regula el Comité Consultivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. El comité está presidido por el Vicepresidente de la institución y cuenta con representantes de las infraestructuras de mercado, de los emisores, de los inversores, de las entidades de crédito y entidades aseguradoras, de los colectivos profesionales designados por la CNMV, de los fondos de garantía de inversiones y de cada una de las Comunidades Autónomas con competencias en materia de mercados de valores en cuyo territorio exista un mercado secundario oficial.

Como órgano de asesoramiento del Consejo de la CNMV, el Comité Consultivo informa sobre cuantas cuestiones le sean planteadas por aquel. En particular, su informe será preceptivo en los siguientes casos: i) aprobación de las circulares de la CNMV; ii) procesos de autorización, revocación y operaciones societarias de las empresas de servicios de inversión; y iii) procesos de autorización, revocación y operaciones societarias de las sucursales de empresas de servicios de inversión de países no miembros de la Unión Europea<sup>1</sup>.

Sin perjuicio de lo anterior, el Comité Consultivo informa, asimismo, de los proyectos de disposiciones de carácter general sobre materias relacionadas con el mercado de valores que le remite el Gobierno o el Ministerio de Economía y Competitividad, con el objeto de hacer efectivo el principio de audiencia de los sectores afectados en el procedimiento de elaboración de disposiciones administrativas.

Como consecuencia del intenso proceso de integración internacional al que está sometida la actividad de la CNMV, también suele ser habitual la inclusión en el orden del día del Comité de consultas de carácter voluntario o no preceptivas, que se corresponden con consultas de organismos internacionales como IOSCO y ESMA o con otras iniciativas de la CNMV o del propio Comité. De esta forma, se logra una mayor participación del sector, de acuerdo con las recomendaciones internacionales de análisis de impacto de la normativa.

---

1 Debe señalarse, no obstante, que desde 2008 no se ha tramitado ningún expediente por procesos de autorización, revocaciones ni operaciones societarias de empresas de servicios de inversión. La LMV prevé que el informe del Comité Consultivo será preceptivo cuando así se establezca reglamentariamente. Hasta 2008, el desarrollo de este precepto estuvo contemplado en el Real Decreto 867/2001. Sin embargo, esta norma quedó derogada con la aprobación del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión, en el que no figura ninguna previsión sobre la intervención del Comité Consultivo en este tipo de procedimientos.

También, desde 2012, el Comité analiza muchas de las recomendaciones y los estándares emitidos por ESMA con carácter previo a su aplicación en España.

El Comité debe reunirse preceptivamente al menos una vez cada tres meses aunque, en la práctica, suelen celebrarse sesiones mensuales.

## 18.2 Actuaciones del Comité Consultivo durante 2014

El cuadro 18.1 ofrece un resumen estadístico de los expedientes tratados por el Comité Consultivo en 2014.

En comparación con el ejercicio anterior, se puede apreciar que el número de asuntos tratados ha sido significativamente superior al del año precedente (un 41%). Este aumento se explica en exclusiva por el incremento de las consultas voluntarias o no preceptivas, ya que el número de informes preceptivos sobre proyectos normativos ha permanecido sin variación respecto a 2013.

Esta mayor presencia de consultas voluntarias es coherente con los elementos comentados en el apartado 18.1, ya que muestra la mayor importancia de la actividad internacional para la CNMV, así como su voluntad de recabar, a través del Comité Consultivo, la opinión del sector con la mayor frecuencia posible, más allá de lo legalmente exigible.

**Tipos de expedientes sometidos a la opinión del Comité Consultivo** CUADRO 18.1

	Número de asuntos	
	2013	2014
Informes preceptivos de normas	14	14
Consultas voluntarias (IOSCO, ESMA y otros)	3	10
<b>Total</b>	<b>17</b>	<b>24</b>

Fuente: CNMV.

El cuadro 18.2 ofrece el desglose de los asuntos tratados.

#### Informes preceptivos sobre normas

- Anteproyecto de Ley por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo (sesión de 13/01/2014).
- Proyecto de Circular de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el ejercicio de diversas opciones regulatorias en materia de solvencia para las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables (sesión de 10/03/2014).
- Anteproyecto de Ley de fomento de la financiación empresarial (sesión de 31/03/2014).
- Proyecto de Ley por la que se regulan las tasas de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (sesión de 31/03/2014).
- Proyecto de Real Decreto por el que se modifica el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre (sesión de 11/06/2014).
- Proyecto de Circular de la Comisión Nacional del Mercado de Valores por la que se modifica la Circular 3/1999, sobre transparencia de las operaciones en los mercados oficiales de valores (sesión de 29/09/2014).
- Proyecto de Circular de la Comisión Nacional del Mercado de Valores por la que se modifica la Circular 1/2010, de 28 de julio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre información reservada de las entidades que prestan servicios de inversión (sesión de 29/09/2014).
- Proyecto de Real Decreto por el que se modifica el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva (sesión de 29/09/2014).
- Proyecto de Circular de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que modifica la Circular 1/2007, de 11 de julio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre requerimientos de información estadística a las instituciones de inversión colectiva de la Unión Europea, que modifica parcialmente la Circular 2/1998, de 27 de julio, sobre requerimientos de información estadística a las instituciones de inversión colectiva de la Unión Monetaria Europea (sesión de 20/10/2014).
- Proyecto de Circular de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que modifica la Circular 5/2008, de 5 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre requerimientos de información estadística sobre activos y pasivos de las instituciones de inversión colectiva de la Unión Europea (sesión de 20/10/2014).
- Proyecto de Circular de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que modifica la Circular 2/2009, de 25 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre normas contables, cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística de los fondos de titulización, incluidas las modificaciones propuestas para incorporar otras mejoras en los envíos de información de los fondos, tal como recoge la Circular 4/2010 (sesión de 20/10/2014).
- Proyecto de Circular de la Comisión Nacional del Mercado de Valores que modifica la Circular 6/2013, de 25 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables, cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística de los fondos de activos bancarios (sesión de 20/10/2014).
- Anteproyecto de Ley por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de compensación, liquidación y registro de valores (sesión de 15/12/2014).
- Anteproyecto de Ley de reestructuración y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión (sesión de 15/12/2014).

#### Consultas voluntarias (IOSCO, ESMA y otros):

##### European Securities and Markets Authority (ESMA)

- Consulta sobre los borradores de normas técnicas de desarrollo del Reglamento europeo de depositarios centrales de valores (sesión de 12/05/2014).
- Consulta de ESMA sobre los borradores de normas técnicas de regulación sobre participaciones significativas y la lista indicativa de instrumentos financieros sujetos a requisitos de notificación de conformidad con la Directiva de Transparencia revisada (sesión de 12/05/2014).
- Consulta sobre normas técnicas de desarrollo de MiFID II/MiFIR (sesión de 21/07/2014).
- Consulta sobre asesoramiento técnico a la Comisión Europea sobre actos delegados requeridos por MiFID II/MiFIR (sesión de 21/07/2014).
- Consulta sobre posibles actos delegados y borrador de estándares técnicos en desarrollo del Reglamento de Abuso de Mercado (sesión de 29/09/2014).
- Consulta pública sobre el asesoramiento técnico a la Comisión Europea para el desarrollo de la Directiva UCITS V (sesión de 20/10/14).

##### Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)

- Plan de actividades de la CNMV de 2014 (sesión de 13/01/2014).
- Consulta relativa a un sistema de clasificación de instrumentos financieros e identificación de productos especialmente complejos (sesión de 29/09/2014).
- Plan de Actividades de la CNMV de 2015 (sesión de 15/12/2014).

##### Comisión Europea (CE)

- Consulta sobre instrumentos financieros sobre divisas (sesión de 12/05/2014).

Fuente: CNMV.





## VI Informe del Órgano de Control Interno



# INFORME DE AUDITORÍA PREVISTO EN LA LEY 44/2002, DE MEDIDAS DE REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO. - AÑO 2014

DEPARTAMENTO DE CONTROL INTERNO

17 de abril de 2015

## 1.- Introducción

El Departamento de Control Interno de la Comisión Nacional del Mercado de Valores ha realizado la auditoría relativa a la adecuación de las decisiones adoptadas por los órganos de gobierno a la normativa procedimental aplicable a cada caso, en desarrollo del Plan de Auditoría y Actuaciones de Control Interno aprobado por el Consejo de la Comisión en su sesión de 25 de febrero de 2015, con el que se da cumplimiento a la Disposición Adicional Segunda de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (BOE de 23 de noviembre).

El desarrollo del trabajo se ha realizado conforme a las Normas Internacionales para el Ejercicio Profesional de la Auditoría Interna del IIA (the Institute of Internal Auditors), tal y como establecen las Normas de Auditoría Interna para la CNMV aprobadas por Acuerdo del Consejo de 4 de abril de 2011.

## 2.- Objetivos y alcance

El objetivo del presente trabajo es comprobar la adecuación a la normativa procedimental aplicable de la adopción de las decisiones en materia de supervisión por parte de los órganos de gobierno de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, durante el ejercicio 2014.

Las normas básicas aplicables a los procedimientos de la CNMV son las siguientes:

- Ley 24/1998, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y Procedimiento Administrativo Común.
- Reglamento de Régimen Interior de la CNMV.

Además, se han tenido en cuenta los Acuerdos sobre delegación de competencias de la Comisión Nacional del Mercado de Valores vigentes durante el ejercicio 2014<sup>1</sup>.

En el desarrollo del trabajo no se han producido limitaciones al alcance.

<sup>1</sup> Acuerdos de delegación de 14 de diciembre de 2012, de 2 de octubre y de 18 de diciembre de 2013 y de 23 de julio de 2014.

### 3.- Opinión.

En nuestra opinión, una vez realizados los trabajos de auditoría, se puede concluir que durante el año 2014 las decisiones adoptadas por los órganos de gobierno de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en el ámbito de la supervisión encomendada por la Ley del Mercado de Valores y demás normativa, han cumplido los requisitos establecidos en la legislación vigente en materia de procedimiento y competencia aplicables a cada caso.

Madrid, 17 de abril de 2015

Directora del Departamento  
de Control Interno



Fdo.: Margarita García Muñoz

## VII Cuentas de la CNMV



# Resumen de las cuentas anuales formuladas por la CNMV. Ejercicio 2014

## 1 Balance de situación

<b>Activo</b>	<b>Ejercicio 2014</b>	<b>Ejercicio 2013</b>
<b>A) Activo no corriente</b>	<b>141.514.143,31</b>	<b>143.976.683,36</b>
<b>I. Inmovilizado intangible</b>	<b>5.439.610,71</b>	<b>5.752.762,88</b>
1. Inversión en investigación y desarrollo	1.855.381,15	1.428.612,22
3. Aplicaciones informáticas	3.584.229,56	4.324.150,66
<b>II. Inmovilizado material</b>	<b>78.851.349,60</b>	<b>79.710.337,02</b>
1. Terrenos	43.678.478,93	43.653.538,66
2. Construcciones	31.554.085,80	32.256.658,91
5. Otro inmovilizado material	3.618.784,87	3.800.139,45
<b>IV. Inversiones financieras a largo plazo en entidades del grupo, multigrupo y asociadas</b>	<b>57.045.341,86</b>	<b>58.304.886,58</b>
3. Créditos y valores representativos de deuda	57.045.341,86	58.304.886,58
<b>V. Inversiones financieras a largo plazo</b>	<b>177.841,14</b>	<b>208.696,88</b>
1. Inversiones financieras en patrimonio	935,36	935,36
2. Créditos y valores representativos de deuda	175.640,15	206.495,89
4. Otras inversiones financieras	1.265,63	1.265,63
<b>B) Activo corriente</b>	<b>40.265.297,61</b>	<b>27.544.675,41</b>
<b>III. Deudores y otras cuentas a cobrar</b>	<b>15.161.593,36</b>	<b>18.595.255,72</b>
1. Deudores por operaciones de gestión	12.775.635,30	11.782.229,76
2. Otras cuentas a cobrar	2.385.958,06	6.812.688,22
3. Administraciones Públicas	0,00	337,74
<b>IV. Inversiones financieras a corto plazo en entidades del grupo, multigrupo y asociadas</b>	<b>6.480.757,07</b>	<b>1.373.631,55</b>
2. Créditos y valores representativos de deuda	6.480.757,07	1.373.631,55
<b>V. Inversiones financieras a corto plazo</b>	<b>174.697,64</b>	<b>250.140,66</b>
2. Créditos y valores representativos de deuda	174.697,64	250.140,66
<b>VI. Ajustes por periodificación</b>	<b>214.211,85</b>	<b>188.863,43</b>
<b>VII. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes</b>	<b>18.234.037,69</b>	<b>7.136.784,05</b>
1. Otros activos líquidos equivalentes	0,00	50.508,95
2. Tesorería	18.234.037,69	7.086.275,10
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>181.779.440,92</b>	<b>171.521.358,77</b>

## 1 Balance de situación (continuación)

<b>Patrimonio neto y pasivo</b>	<b>Ejercicio 2014</b>	<b>Ejercicio 2013</b>
<b>A) Patrimonio neto</b>	<b>176.017.285,11</b>	<b>164.877.486,27</b>
<b>I. Patrimonio aportado</b>	<b>5.385.871,28</b>	<b>5.385.871,28</b>
<b>II. Patrimonio generado</b>	<b>164.353.117,20</b>	<b>157.235.087,58</b>
1. Resultados de ejercicios anteriores	14.651.414,58	17.885.052,09
2. Resultados del ejercicio	8.955.816,33	4.117.509,34
3. Reservas	140.745.886,29	135.232.526,15
<b>III. Ajustes por cambio de valor</b>	<b>6.278.296,63</b>	<b>2.256.527,41</b>
2. Activos financieros disponibles para la venta	6.278.296,63	2.256.527,41
<b>B) Pasivo no corriente</b>	<b>1.141.140,50</b>	<b>1.454.407,16</b>
<b>I. Provisiones a largo plazo</b>	<b>1.141.140,50</b>	<b>1.454.407,16</b>
<b>C) Pasivo corriente</b>	<b>4.621.015,31</b>	<b>5.189.465,34</b>
<b>I. Provisiones a corto plazo</b>	<b>828.497,28</b>	<b>1.361.116,45</b>
<b>II. Deudas a corto plazo</b>	<b>390.779,24</b>	<b>494.582,83</b>
4. Otras deudas	390.779,24	494.582,83
<b>IV. Acreedores y otras cuentas a pagar</b>	<b>3.401.738,79</b>	<b>3.333.766,06</b>
1. Acreedores por operaciones de gestión	1.191.985,37	1.399.279,79
2. Otras cuentas a pagar	954.490,64	693.952,86
3. Administraciones Públicas	1.255.262,78	1.240.533,41
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO</b>	<b>181.779.440,92</b>	<b>171.521.358,77</b>



## 2 Cuenta del resultado económico-patrimonial

	Ejercicio 2014	Ejercicio 2013
<b>1. Ingresos tributarios y cotizaciones sociales</b>	<b>47.802.857,80</b>	<b>46.238.235,91</b>
b) Tasas	47.802.857,80	46.238.235,91
<b>5. Trabajos realizados por la entidad para su inmovilizado</b>	<b>1.138.581,91</b>	<b>1.494.969,20</b>
<b>6. Otros ingresos de gestión ordinaria</b>	<b>146.131,62</b>	<b>245.878,07</b>
<b>A) TOTAL INGRESOS DE GESTIÓN ORDINARIA (1+2+3+4+5+6+7)</b>	<b>49.087.571,33</b>	<b>47.979.083,18</b>
<b>8. Gastos de personal</b>	<b>-28.375.532,53</b>	<b>-27.984.204,11</b>
a) Sueldos, salarios y asimilados	-22.510.216,12	-22.261.220,37
b) Cargas sociales	-5.865.316,41	-5.722.983,74
<b>9. Transferencias y subvenciones concedidas</b>	<b>-1.659.392,87</b>	<b>-1.398.162,62</b>
<b>11. Otros gastos de gestión ordinaria</b>	<b>-9.183.289,73</b>	<b>-11.620.027,92</b>
a) Suministros y servicios exteriores	-8.806.261,23	-11.265.056,69
b) Tributos	-377.028,50	-354.971,23
<b>12. Amortización del inmovilizado</b>	<b>-2.805.495,92</b>	<b>-2.795.301,17</b>
<b>B) TOTAL DE GASTOS DE GESTIÓN ORDINARIA (8+9+10+11+12)</b>	<b>-42.023.711,05</b>	<b>-43.797.695,82</b>
<b>I. Resultado de la gestión ordinaria (A+B)</b>	<b>7.063.860,28</b>	<b>4.181.387,36</b>
<b>13. Deterioro de valor y resultados por enajenación del inmovilizado no financiero y activos en estado de venta</b>	<b>-58.431,32</b>	<b>-290.942,36</b>
a) Deterioro de valor	32.385,46	32.303,26
b) Bajas y enajenaciones	-90.816,78	-323.245,62
<b>14. Otras partidas no ordinarias</b>	<b>-349.042,76</b>	<b>-2.064.911,73</b>
b) Gastos	-349.042,76	-2.064.911,73
<b>II. Resultado de las operaciones no financieras (I+13+14)</b>	<b>6.656.386,20</b>	<b>1.825.533,27</b>
<b>15. Ingresos financieros</b>	<b>2.439.049,68</b>	<b>2.467.373,65</b>
b) De valores negociables y de créditos del activo inmovilizado	2.439.049,68	2.467.373,65
b.1) En entidades del grupo, multigrupo y asociadas	2.229.638,58	2.172.705,20
b.2) Otros	209.411,10	294.668,45
<b>16. Gastos financieros</b>	<b>-6.374,14</b>	<b>-765,69</b>
b) Otros	-6.374,14	-765,69
<b>18. Variación del valor razonable en activos y pasivos financieros</b>	<b>0,00</b>	<b>154.671,27</b>
c) Imputación al resultado del ejercicio por activos financieros disponibles para la venta	0,00	154.671,27
<b>19. Diferencias de cambio</b>	<b>-9.344,65</b>	<b>-8.653,26</b>
<b>20. Deterioro de valor, bajas y enajenaciones de activos y pasivos financieros</b>	<b>-123.900,76</b>	<b>-320.649,90</b>
b) Otros	-123.900,76	-320.649,90
<b>III. Resultado de las operaciones financieras (15+16+17+18+19+20+21)</b>	<b>2.299.430,13</b>	<b>2.291.976,07</b>
<b>IV. Resultado neto del ejercicio (II+III)</b>	<b>8.955.816,33</b>	<b>4.117.509,34</b>

### 3 Estado de flujos de efectivo

	Ejercicio 2014	Ejercicio 2013
<b>I. FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE GESTIÓN</b>		
<b>A) Cobros</b>	<b>53.732.715,61</b>	<b>45.959.826,44</b>
1. Ingresos tributarios y cotizaciones sociales	51.001.205,90	43.721.245,94
5. Intereses y dividendos cobrados	2.497.476,28	2.061.109,09
6. Otros cobros	234.033,43	177.471,41
<b>B) Pagos</b>	<b>39.730.800,65</b>	<b>41.452.711,39</b>
7. Gastos de personal	28.089.351,05	27.426.870,31
8. Transferencias y subvenciones concedidas	1.353.499,52	1.380.362,22
10. Otros gastos de gestión	8.951.494,37	11.601.993,12
13. Otros pagos	61,86	0,00
<b>Flujos netos de efectivo por actividades de gestión (+A-B)</b>	<b>14.001.914,96</b>	<b>4.507.115,05</b>
<b>II. FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>		
<b>C) Cobros</b>	<b>313.748,67</b>	<b>33.750.408,69</b>
1. Venta de inversiones reales	4.657,05	130,00
2. Venta de activos financieros	0,00	33.742.265,45
3. Otros cobros de actividades de inversión	309.091,62	8.013,24
<b>D) Pagos</b>	<b>1.373.076,49</b>	<b>45.523.684,25</b>
4. Compra de inversiones reales	1.160.439,54	4.175.132,37
5. Compra de activos financieros	0,00	41.238.015,22
6. Otros pagos de actividades de inversión	212.636,95	110.536,66
<b>Flujos netos de efectivo por actividades de inversión (+C-D)</b>	<b>-1.059.327,82</b>	<b>-11.773.275,56</b>
<b>III. FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN</b>		
<b>F) Pagos a la entidad o entidades propietarias</b>	<b>1.837.786,71</b>	<b>5.061.000,00</b>
2. Devolución de aportaciones y reparto de resultados a la entidad o entidades propietarias	1.837.786,71	5.061.000,00
<b>Flujos netos de efectivo por actividades de financiación (+E-F+G-H)</b>	<b>-1.837.786,71</b>	<b>-5.061.000,00</b>
<b>IV. FLUJOS DE EFECTIVO PENDIENTES DE CLASIFICACIÓN</b>		
I) Cobros pendientes de aplicación	5.848,90	61.160,61
J) Pagos pendientes de aplicación	4.051,04	2.198,93
<b>Flujos netos de efectivo pendientes de clasificación (+I-J)</b>	<b>1.797,86</b>	<b>58.961,68</b>
<b>V. EFECTO DE LAS VARIACIONES DE LOS TIPOS DE CAMBIO</b>	<b>-9.344,65</b>	<b>-4.862,70</b>
<b>VI. INCREMENTO/DISMINUCIÓN NETA DEL EFECTIVO Y ACTIVOS LÍQUIDOS EQUIVALENTES AL EFECTIVO (I+II+III+IV+V)</b>	<b>11.097.253,64</b>	<b>-12.273.061,53</b>
<b>Efectivo y activos líquidos equivalentes al efectivo al inicio del ejercicio</b>	<b>7.136.784,05</b>	<b>19.409.845,58</b>
<b>Efectivo y activos líquidos equivalentes al efectivo al final del ejercicio</b>	<b>18.234.037,69</b>	<b>7.136.784,05</b>

#### 4 Estado total de cambios en el patrimonio neto

	Notas en memoria	I. Patrimonio aportado	II. Patrimonio generado	III. Ajustes por cambios de valor	IV. Otros incrementos patrimoniales	Total
<b>A. Patrimonio neto al final del ejercicio N-1</b>		5.385.871,28	157.235.087,58	2.256.527,41	0,00	164.877.486,27
<b>B. Ajustes por cambios de criterios contables y corrección de errores</b>		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>C. Patrimonio neto inicial ajustado del ejercicio N (A+B)</b>		5.385.871,28	157.235.087,58	2.256.527,41	0,00	164.877.486,27
<b>D. Variaciones del patrimonio neto del ejercicio N</b>		0,00	7.118.029,62	4.021.769,22	0,00	11.139.798,84
1. Ingresos y gastos reconocidos en el ejercicio		0,00	8.955.816,33	4.021.769,22	0,00	12.977.585,55
2. Operaciones con la entidad o entidades propietarias		0,00	-1.837.786,71	0,00	0,00	-1.837.786,71
3. Otras variaciones del patrimonio neto		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>E. Patrimonio neto al final del ejercicio N (C+D)</b>		5.385.871,28	164.353.117,20	6.278.296,63	0,00	176.017.285,11



## Anexos



## Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta<sup>1</sup>

I.1

Importes en millones de euros

	Número de emisores			Número de emisiones		
	2013	2014	Var. 14/13	2013	2014	Var. 14/13
<b>Ampliaciones de capital<sup>2</sup></b>	<b>39</b>	<b>47</b>	<b>8</b>	<b>145</b>	<b>140</b>	<b>-5</b>
Ofertas públicas de suscripción de valores	5	6	1	5	8	3
Ampliaciones de capital liberadas	16	19	3	38	37	-1
De las cuales dividendo elección	9	12	3	20	28	8
Ampliaciones de capital por conversión <sup>2</sup>	14	11	-3	50	43	-7
Ampliación de capital de contrapartida no monetaria	4	4	0	17	9	-8
Con derecho de suscripción preferente	6	5	-1	6	5	-1
Sin negociación de derechos de suscripción	15	16	1	29	38	9
<b>Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>7</b>	<b>7</b>
<b>Total</b>	<b>39</b>	<b>49</b>	<b>10</b>	<b>145</b>	<b>147</b>	<b>2</b>

Fuente: CNMV. (1) No incluye datos del MAB, ETF ni Latibex. (2) Incluye ampliaciones de capital para atender a la conversión de bonos u obligaciones en acciones, por conversión de opciones de empleados y para la ejecución de *warrants*.

## Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta: importe efectivo

I.2

Importes en millones de euros

Emisor	Importe efectivo <sup>1</sup>	Tipo de operación	Fecha de registro
Ercros, S.A.	0,6	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	07-ene-14
Caixabank, S.A.	4,7	Ampliación de capital por conversión de bonos u obligaciones	14-ene-14
Caixabank, S.A.	256,9	Ampliación de capital por conversión de bonos u obligaciones	14-ene-14
Vértice Trescientos Sesenta Grados, S.A.	1,9	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	16-ene-14
Repsol, S.A.	389,1	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	16-ene-14
Banco Popular Español, S.A.	16,7	Ampliación de capital por conversión de bonos u obligaciones	23-ene-14
Banco Popular Español, S.A.	696,4	Ampliación de capital por conversión de bonos u obligaciones	28-ene-14
Grupo Ezentis, S.A.	0,7	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	28-ene-14
Grupo Ezentis, S.A.	0,0	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	28-ene-14
Grupo Ezentis, S.A.	0,3	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	28-ene-14
Urbas Grupo Financiero, S.A.	1,2	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	30-ene-14
Iberdrola, S.A.	605,5	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	04-feb-14
Promotora de Informaciones, S.A.	0,0	Ampliación de capital por el ejercicio de <i>warrants</i>	04-feb-14
Faes Farma, S.A.	8,3	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	04-feb-14
Banco Santander, S.A.	1.487,9	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	06-feb-14
Banco de Sabadell, S.A.	1,9	Ampliación de capital por conversión de bonos u obligaciones	18-feb-14
Inmobiliaria Colonial, S.A.	0,0	Ampliación de capital por conversión de bonos u obligaciones	21-feb-14
Ercros, S.A.	1,0	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	21-feb-14
Quabit Inmobiliaria, S.A.	2,3	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	25-feb-14
Quabit Inmobiliaria, S.A.	1,2	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	25-feb-14
Quabit Inmobiliaria, S.A.	1,7	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	25-feb-14
Banco Popular Español, S.A.	72,6	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	25-feb-14
ACS, Actividades de Construcción y Servicios, S.A.	70,9	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	25-feb-14
Abengoa, S.A.	2,1	Ampliación de capital de contrapartida no monetaria	25-feb-14
Promotora de Informaciones, S.A.	47,3	Ampliación de capital por el ejercicio de <i>warrants</i>	27-feb-14
Grupo Ezentis, S.A.	10,0	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	27-feb-14
Grupo Ezentis, S.A.	3,1	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	27-feb-14
Grupo Ezentis, S.A.	0,3	Ampliación de capital por el ejercicio de <i>warrants</i>	04-mar-14
Lar España Real Estate SOCIMI, S.A.	400,0	Oferta pública de suscripción	05-mar-14
Hispania Activos Inmobiliarios, S.A.	550,0	Oferta pública de suscripción	14-mar-14
Banco Popular Español, S.A.	1,2	Ampliación de capital por conversión de bonos u obligaciones	20-mar-14
Caixabank, S.A.	233,3	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	27-mar-14
Unicaja Banco, S.A.	96,6	Ampliación de capital por conversión <sup>2</sup>	28-mar-14
Inmobiliaria Colonial, S.A.	2,0	Ampliación de capital por conversión de bonos u obligaciones	03-abr-14
eDreams Odigeo, S.A.	50,0	Oferta pública de suscripción	08-abr-14
eDreams Odigeo, S.A.	326,2	Oferta pública de venta	08-abr-14
Caixabank, S.A.	1.179,5	Ampliación de capital por conversión de bonos u obligaciones	10-abr-14
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.	867,2	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	24-abr-14
Sacyr, S.A.	166,2	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	28-abr-14



## Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta: importe efectivo (continuación)

I.2

Importes en millones de euros

Emisor	Importe efectivo <sup>1</sup>	Tipo de operación	Fecha de registro
Promotora de Informaciones, S.A.	0,0	Ampliación de capital por el ejercicio de <i>warrants</i>	29-abr-14
Abengoa, S.A.	0,4	Ampliación de capital de contrapartida no monetaria	29-abr-14
Abengoa, S.A.	3,5	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	30-abr-14
Abengoa, S.A.	49,1	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	30-abr-14
Inmobiliaria Colonial, S.A.	1.263,3	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	06-may-14
Banco Santander, S.A.	1.519,7	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	08-may-14
Jazztel, Plc.	5,4	Ampliación de capital por el ejercicio de opciones sobre acciones	08-may-14
Ercros, S.A.	0,5	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	08-may-14
Banco Popular Español, S.A.	85,6	Ampliación de capital por conversión de bonos u obligaciones	08-may-14
Applus Services, S.A.	300,0	Oferta pública de suscripción	09-may-14
Applus Services, S.A.	910,0	Oferta pública de venta	09-may-14
Liberbank, S.A.	61,9	Ampliación de capital por conversión de bonos u obligaciones	14-may-14
Cementos Portland Valderrivas, S.A.	110,8	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	22-may-14
Grupo Ezentis, S.A.	0,9	Ampliación de capital por el ejercicio de <i>warrants</i>	22-may-14
Inmobiliaria Colonial, S.A.	23,3	Ampliación de capital por el ejercicio de <i>warrants</i>	22-may-14
Liberbank, S.A.	100,0	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	22-may-14
Promotora de Informaciones, S.A.	0,8	Ampliación de capital por el ejercicio de <i>warrants</i>	27-may-14
Promotora de Informaciones, S.A.	0,1	Ampliación de capital de contrapartida no monetaria	27-may-14
Promotora de Informaciones, S.A.	0,1	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	27-may-14
Grupo Ezentis, S.A.	0,2	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	27-may-14
Grupo Ezentis, S.A.	0,5	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	27-may-14
Realia Business, S.A.	57,6	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	27-may-14
Faes Farma, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	27-may-14
Quabit Inmobiliaria, S.A.	3,9	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	29-may-14
Bankinter, S.A.	10,5	Ampliación de capital por conversión de bonos u obligaciones	05-jun-14
Bankinter, S.A.	2,1	Ampliación de capital por conversión de bonos u obligaciones	05-jun-14
Banco de Sabadell, S.A.	0,9	Ampliación de capital por conversión de bonos u obligaciones	10-jun-14
CIE Automotivo, S.A.	93,2	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	10-jun-14
Solaria Energía y Medio Ambiente, S.A.	0,7	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	11-jun-14
Urbas Grupo Financiero, S.A.	1,7	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	13-jun-14
Abertis Infraestructuras, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	13-jun-14
Liberbank, S.A.	474,8	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	23-jun-14
Banco Popular Español, S.A.	0,5	Ampliación de capital por conversión de bonos u obligaciones	24-jun-14
MERLIN Properties SOCIMI, S.A.	1.291,5	Oferta pública de suscripción	30-jun-14
Caixabank, S.A.	202,4	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	01-jul-14
NH Hoteles, S.A.	175,6	Ampliación de capital de contrapartida no monetaria	08-jul-14
Grupo Ezentis, S.A.	50,5	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	08-jul-14
Axia Real Estate SOCIMI, S.A.	360,0	Oferta pública de suscripción	09-jul-14
Dogi International Fabrics, S.A.	1,3	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	10-jul-14
Caixabank, S.A.	742,9	Ampliación de capital por conversión de bonos u obligaciones	10-jul-14

## Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta: importe efectivo (continuación)

I.2

Importes en millones de euros

Emisor	Importe efectivo <sup>1</sup>	Tipo de operación	Fecha de registro
Promotora de Informaciones, S.A.	0,0	Ampliación de capital por el ejercicio de <i>warrants</i>	10-jul-14
Ercros, S.A.	0,5	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	10-jul-14
Promotora de Informaciones, S.A.	104,4	Ampliación de capital de contrapartida no monetaria	10-jul-14
Promotora de Informaciones, S.A.	34,5	Ampliación de capital de contrapartida no monetaria	10-jul-14
Promotora de Informaciones, S.A.	77,0	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	10-jul-14
Compañía de Distribución Integral Logista Holdings, S.A.U.	517,7	Oferta pública de venta	14-jul-14
Repsol, S.A.	487,2	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	15-jul-14
Banco Popular Español, S.A.	16,7	Ampliación de capital por conversión de bonos u obligaciones	22-jul-14
Acerinox, S.A.	59,3	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	22-jul-14
Faes Farma, S.A.	6,5	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	22-jul-14
Ferrovial, S.A.	94,6	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	24-jul-14
Promotora de Informaciones, S.A.	434,0	Ampliación de capital por conversión de bonos u obligaciones	24-jul-14
Iberdrola, S.A.	367,9	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	24-jul-14
ACS, Actividades de Construcción y Servicios, S.A.	131,5	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	29-jul-14
Solaria Energía y Medio Ambiente, S.A.	0,9	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	29-jul-14
Banco Popular Español, S.A.	18,0	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	31-jul-14
Banco Santander, S.A.	1.564,2	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	08-ago-14
Banco de Sabadell, S.A.	3,6	Ampliación de capital por conversión de bonos u obligaciones	08-ago-14
Abengoa, S.A.	0,2	Ampliación de capital de contrapartida no monetaria	08-ago-14
Urbas Grupo Financiero, S.A.	1,9	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	19-ago-14
Promotora de Informaciones, S.A.	25,3	Ampliación de capital por el ejercicio de <i>warrants</i>	02-sep-14
Quabit Inmobiliaria, S.A.	1,2	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	04-sep-14
Quabit Inmobiliaria, S.A.	0,2	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	04-sep-14
Gamesa Corporación Tecnológica, S.A.	236,1	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	10-sep-14
Solaria Energía y Medio Ambiente, S.A.	0,3	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	11-sep-14
Zardoya Otis, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	11-sep-14
Promotora de Informaciones, S.A.	100,0	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	18-sep-14
Damm	0,0	Ampliación de capital liberada	18-sep-14
Promotora de Informaciones, S.A.	4,5	Ampliación de capital por el ejercicio de <i>warrants</i>	25-sep-14
Solaria Energía y Medio Ambiente, S.A.	0,5	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	25-sep-14
Banco Popular Español, S.A.	0,4	Ampliación de capital por conversión de bonos u obligaciones	25-sep-14
Caixabank, S.A.	243,1	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	02-oct-14
General de Alquiler de Maquinaria, S.A.	1,1	Ampliación de capital por conversión de bonos u obligaciones	07-oct-14
General de Alquiler de Maquinaria, S.A.	0,6	Ampliación de capital por conversión de bonos u obligaciones	16-oct-14
Ercros, S.A.	0,6	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	16-oct-14
Promotora de Informaciones, S.A.	2,6	Ampliación de capital por el ejercicio de <i>warrants</i>	21-oct-14
Dogi International Fabrics, S.A.	2,6	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	21-oct-14
Banco Popular Español, S.A.	21,4	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	21-oct-14

Importes en millones de euros

Emisor	Importe efectivo <sup>1</sup>	Tipo de operación	Fecha de registro
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.	400,8	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	23-oct-14
Papeles y Cartones de Europa, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	28-oct-14
Jazztel, Plc.	0,8	Ampliación de capital por el ejercicio de opciones sobre acciones	28-oct-14
Solaria Energía y Medio Ambiente, S.A.	0,5	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	04-nov-14
Endesa, S.A.	3.132,9	Oferta pública de venta	06-nov-14
Banco Santander, S.A.	2.496,8	Ampliación de capital de contrapartida no monetaria	06-nov-14
Banco Santander, S.A.	1.565,5	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	11-nov-14
Liberbank, S.A.	0,3	Ampliación de capital por conversión de bonos u obligaciones	13-nov-14
Abengoa, S.A.	0,5	Ampliación de capital de contrapartida no monetaria	18-nov-14
Banco de Sabadell, S.A.	17,7	Ampliación de capital por conversión de bonos u obligaciones	20-nov-14
Banco de Sabadell, S.A.	6,7	Ampliación de capital por conversión de bonos u obligaciones	20-nov-14
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.	2.000,0	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	21-nov-14
Promotora de Informaciones, S.A.	1,0	Ampliación de capital por el ejercicio de <i>warrants</i>	25-nov-14
General de Alquiler de Maquinaria, S.A.	2,4	Ampliación de capital por conversión de bonos u obligaciones	27-nov-14
Ferrovial, S.A.	125,5	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	27-nov-14
Vidrala, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	27-nov-14
Banco de Sabadell, S.A.	0,7	Ampliación de capital por conversión de bonos u obligaciones	04-dic-14
Adveo Group International, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	04-dic-14
Solaria Energía y Medio Ambiente, S.A.	0,7	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	09-dic-14
Telefónica	1.248,7	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	11-dic-14
Banco Popular Español, S.A.	1,1	Ampliación de capital por conversión de bonos u obligaciones	16-dic-14
Renta Corporación Real Estate, S.A.	5,6	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	18-dic-14
Caixabank, S.A.	26,6	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	18-dic-14
Fomento de Construcciones y Contratas, S.A.	999,5	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	19-dic-14
Iberdrola, S.A.	464,3	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	22-dic-14

Fuente: CNMV. (1) Las ampliaciones de capital sin contraprestación monetaria se han contabilizado por su valor de mercado. (2) Ampliación de capital para canje por acciones del Banco CEISS enmarcada en el plan de resolución de esta entidad.

## Sociedades excluidas de cotización bursátil en 2014<sup>1</sup>

I.3

Sociedad	Mercado	Motivo. Procedimiento	Fecha
Campofrío Alimentación	SIBE	Al haberse liquidado la oferta pública de adquisición formulada por la propia sociedad de acuerdo con lo previsto en el artículo 7.4 del RD 1197/1991	19/09/2014
Companyia d'Aigües de Sabadell, S.A.	Corros	Al haberse liquidado la oferta pública de adquisición formulada por la propia sociedad de acuerdo con lo previsto en el artículo 7.4 del RD 1197/1991	23/07/2014
Ahorro familiar	Corros	Al haberse liquidado la oferta pública de adquisición formulada por la propia sociedad de acuerdo con lo previsto en el artículo 7.4 del RD 1197/1991	19/09/2014
Inmolevante	Corros	Al haberse liquidado la oferta pública de adquisición formulada por la propia sociedad de acuerdo con lo previsto en el artículo 7.4 del RD 1197/1991	20/05/2014
AMCI Håbitat (en liquidación)	2.º mercado	Excluida por la Generalitat de Catalunya.	24/12/2014

Fuente: CNMV. (1) No se incluye MAB, Latibex ni ETF.

## Evolución de los índices sectoriales de la Bolsa de Madrid y la Bolsa de Barcelona

I.4

Rentabilidad en el periodo (%)

	2011	2012	2013	2014	2014			
					1 Trim.	2 Trim.	3 Trim.	4 Trim.
<b>Bolsa de Madrid</b>								
Petróleo y energía	-2,7	-16,0	19,0	11,8	8,8	8,6	1,6	-6,8
Mat. básicos, industria y construcción	-14,3	-8,0	28,9	-1,8	11,6	6,2	-8,2	-9,7
Bienes de consumo	5,7	55,6	17,1	-1,5	-4,3	2,8	-5,5	6,0
Servicios de consumo	-24,2	12,7	58,9	10,0	2,8	-1,4	-3,6	12,6
Servicios financieros e inmobiliarios	-18,9	-4,7	19,9	1,4	6,4	6,1	0,8	-10,8
Banca	-20,3	-4,8	18,8	1,6	6,5	6,3	1,3	-11,4
Inmobiliarias y otros	-47,5	-14,4	38,3	36,3	42,3	10,8	-5,8	-8,2
Tecnología y telecomunicaciones	-20,9	-18,3	22,8	2,5	-1,3	6,3	-1,5	-0,8
<b>IGBM</b>	<b>-14,6</b>	<b>-3,8</b>	<b>22,7</b>	<b>3,0</b>	<b>4,4</b>	<b>5,7</b>	<b>-1,0</b>	<b>-5,6</b>
<b>Bolsa de Barcelona</b>								
Eléctricas	-12,8	-4,0	20,8	30,9	14,2	10,5	4,3	-0,5
Bancos	-17,1	9,2	23,1	7,6	9,8	6,6	2,3	-10,1
Químicas	14,2	-21,5	27,0	-11,4	3,2	5,3	-4,9	-14,2
Cementos, construcción e inmobiliarias	-0,4	-11,2	41,1	2,3	21,7	3,9	-9,3	-10,7
Metalúrgica	-35,9	-21,0	83,0	-10,0	1,0	4,5	-4,7	-10,6
Alimentación, agrícola y forestal	-13,4	2,6	6,6	-8,7	-5,0	4,1	-4,2	-3,6
Textil y papelera	12,0	65,0	13,7	-1,2	-9,0	3,1	-2,8	8,4
Comercio y finanzas	4,3	13,5	35,9	-11,7	0,2	-1,5	-10,1	-0,4
Servicios diversos	-18,5	-13,2	25,2	7,1	4,0	-1,7	14,6	6,8
<b>BCN Global 100</b>	<b>-13,6</b>	<b>-0,7</b>	<b>25,6</b>	<b>5,9</b>	<b>7,0</b>	<b>6,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-6,6</b>

Fuente: Thomson Datastream.

## Concentración sectorial de la capitalización<sup>1</sup>

1.5

Anexos  
Anexos estadísticos I

N.º de empresas necesarias para alcanzar un determinado porcentaje

Sector	2013				2014			
	25%	50%	75%	100%	25%	50%	75%	100%
Petróleo	1	1	1	1	1	1	1	1
Energía y agua	1	2	3	8	1	2	3	7
Minería y metálicas básicas	1	2	3	7	1	1	3	7
Cementos y mat. construcción	1	2	2	4	1	1	2	4
Químicas	1	1	1	6	1	1	2	6
Textil y papeleras	1	1	1	16	1	1	1	15
Metalmecánica	1	2	4	15	1	2	4	14
Alimentación	1	2	4	12	1	2	3	10
Construcción	1	2	3	7	1	2	3	7
Inmobiliarias	1	3	6	19	1	2	4	18
Transportes y comunicaciones	1	1	2	3	1	1	2	4
Otros no financieros	1	3	7	25	1	3	7	26
Bancos	1	2	3	9	1	2	3	9
Seguros	1	1	1	2	1	1	1	2
Sociedades de cartera	1	1	1	7	1	1	1	6
SICAV	1	1	1	1	1	1	1	1
Entidades de financiación	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Total</b>	<b>16</b>	<b>27</b>	<b>43</b>	<b>142</b>	<b>16</b>	<b>24</b>	<b>41</b>	<b>137</b>

Fuente: CNMV. (1) Incluye únicamente la capitalización de las empresas que tuvieron negociación durante el año. No incluye Latibex, MAB ni ETF.

## Concentración de la contratación bursátil de renta variable

1.6

N.º de empresas necesarias para alcanzar un determinado porcentaje

	2013				2014			
	25%	50%	75%	100%	25%	50%	75%	100%
<b>Total bolsas<sup>1</sup></b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>9</b>	<b>147</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>13</b>	<b>55</b>
Mercado continuo	2	4	9	121	2	5	13	120
Nacional	2	4	9	114	2	5	13	112
Extranjeras	1	2	2	7	1	1	2	8
Corros	1	2	3	24	1	2	4	24
Segundo Mercado	1	1	1	9	1	1	2	8
<b>Pro memoria:</b>								
ETF	1	2	4	68	1	2	3	68
MAB	10	87	299	3.077	4	44	229	3.258
Latibex	2	5	10	26	1	2	5	24

Fuente: CNMV. (1) No incluye Latibex, MAB ni ETF.

## Porcentaje de la capitalización por sectores y mayores empresas respecto al conjunto del mercado<sup>1</sup>

1.7

Sector	% sector/mercado <sup>2</sup>	Empresas de mayor capitalización del sector	% empresa/mercado <sup>3</sup>
Petróleo	3,44	REPSOL YPF	3,44
Energía y agua	14,82	IBERDROLA	5,87
Energía y agua		GAS NATURAL SDG	3,42
Energía y agua		ENDESA	2,88
Minería y metálicas básicas	1,05	ACERINOX	0,54
Minería y metálicas básicas		CIE AUTOMOTIVE	0,24
Minería y metálicas básicas		ARCELOR	0,14
Cementos y material de construcción	0,28	VIDRALA	0,16
Cementos y material de construcción		CEMENTOS MOLINS	0,08
Cementos y material de construcción		CEMENTOS PORTLAND	0,03
Químicas	0,65	ALMIRALL, S.A.	0,39
Químicas		ZELTIA	0,10
Químicas		LABORATORIOS FARMACÉUTICOS ROVI, S.A.	0,08
Textil y papeleras	14,25	INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL (INDITEX)	12,12
Textil y papeleras		GRIFOLS	1,76
Textil y papeleras		GRUPO EMPRESARIAL ENCE	0,09
Metalmecánica	1,67	ZARDOYA OTIS	0,66
Metalmecánica		TÉCNICAS REUNIDAS, S.A.	0,33
Metalmecánica		ABENGOA	0,26
Alimentación	1,12	EBRO FOODS, S.A.	0,35
Alimentación		VISCOFAN	0,34
Alimentación		SOCIEDAD ANÓNIMA DAMM	0,25
Construcción	5,05	FERROVIAL, S.A.	1,97
Construcción		ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCIÓN Y SERVICIOS	1,50
Construcción		ACCIONA, S.A.	0,53
Inmobiliarias	1,19	TESTA INMUEBLES EN RENTA, S.A.	0,33
Inmobiliarias		GRUPO INMOCARAL	0,28
Inmobiliarias		MERLIN PROPERTIES, SOCIMI, S.A.	0,21
Transportes y comunicaciones	14,00	TELEFÓNICA	9,11
Transportes y comunicaciones		ABERTIS INFRAESTRUCTURAS	2,42
Transportes y comunicaciones		INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP, S.A.	2,07
Otros no financieros	7,11	AMADEUS IT HOLDING, S.A.	2,43
Otros no financieros		GESTEVISIÓN TELECINCO	0,70
Otros no financieros		DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACIÓN S.A.	0,60
Bancos	33,04	BANCO SANTANDER CENTRAL HISPANO	14,45
Bancos		BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA	7,95
Bancos		CAIXABANK, S.A.	4,09
Seguros	1,89	MAPFRE, S.A.	1,42
Seguros		GRUPO CATALANA DE OCCIDENTE	0,47
Sociedades de cartera	0,43	CORPORACIÓN FINANCIERA ALBA	0,39
Sociedades de cartera		DINAMIA CAPITAL PRIVADO, SCR, S.A.	0,02
Sociedades de cartera		UNIÓN EUROPEA DE INVERSIONES	0,01
SICAV	0,00	COMPAÑÍA GENERAL DE INVERSIONES	0,00

Fuente: CNMV. (1) Capitalización a final del ejercicio. (2) Porcentaje de la capitalización de las empresas del sector respecto a la capitalización total del mercado. (3) Porcentaje de la capitalización de las empresas citadas respecto a la capitalización total del mercado.

## Capitalización y contratación de las sociedades pertenecientes al Ibex 35<sup>1</sup>

1.8

Importes en millones de euros

Empresa	Capitalización <sup>2</sup>			Contratación		
	2013	2014	% total <sup>3</sup>	2013	2014	% total <sup>3</sup>
Banco Santander	73.735,23	88.040,56	12,1	132.964,6	144.436,7	15,4
Telefónica	53.861,38	55.513,88	8,9	103.246,8	103.932,8	11,9
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	51.772,72	48.469,70	8,5	105.717,2	112.614,7	12,2
Inditex	74.674,98	73.880,24	12,3	50.524,8	45.760,8	5,8
Iberdrola	28.922,28	35.756,34	4,8	43.553,4	55.560,7	5,0
Repsol	23.861,29	20.989,98	3,9	42.528,7	56.018,6	4,9
Caixabank	18.774,41	24.922,92	3,1	10.256,9	18.359,9	1,2
Amadeus IT Group	13.922,04	14.808,25	2,3	17.571,2	26.069,2	2,0
International Airlines Group	9.871,94	12.628,09	1,6	4.198,0	7.411,5	0,5
Gas Natural	18.707,89	20.824,35	3,1	12.161,1	15.044,2	1,4
Grupo Ferrovial	10.316,82	12.029,49	1,7	12.313,6	11.173,4	1,4
Abertis Infraestructuras	13.816,79	14.759,15	2,3	11.187,4	10.274,1	1,3
Red Eléctrica Corporación	6.560,60	9.903,12	1,1	13.171,0	15.183,6	1,5
ACS	7.872,91	9.115,83	1,3	6.397,3	10.407,4	0,7
Banco de Sabadell	7.605,77	8.873,94	1,3	7.487,5	15.972,7	0,9
Banco Popular Español	8.316,38	8.739,20	1,4	17.327,3	23.064,6	2,0
Bankia	14.212,38	14.258,45	2,3	6.275,4	17.482,2	0,7
Grífols	10.790,70	10.723,20	1,8	6.650,5	11.684,7	0,8
Endesa	24.668,92	17.522,35	4,1	2.383,8	10.647,3	0,3
Enagás	4.534,76	6.251,26	0,7	11.466,5	13.559,7	1,3
Bankinter	4.466,28	6.023,30	0,7	5.066,0	9.818,3	0,6
Corporación Mapfre	9.586,65	8.662,78	1,6	6.719,2	8.813,8	0,8
Distribuidora Internacional de Alimentación	4.231,96	3.663,57	0,7	6.585,1	8.344,3	0,8
Mediaset España Comunicación	3.413,16	4.249,67	0,6	2.747,9	4.818,2	0,3
Jazztel	1.963,05	3.178,89	0,3	2.783,9	9.108,5	0,3
Arcelormittal	771,82	835,49	0,1	2.687,4	3.652,8	0,3
BME	2.312,81	2.687,40	0,4	2.578,7	3.566,8	0,3
Acciona	2.391,45	3.217,99	0,4	3.415,1	4.226,0	0,4
FCC	2.059,13	3.061,73	0,3	2.378,7	5.464,4	0,3
Gamesa Corporación Tecnológica	1.924,42	2.110,99	0,3	2.592,6	7.744,7	0,3
Técnicas Reunidas	2.207,05	2.028,47	0,4	3.778,3	3.851,5	0,4
Obrascón Huarte Lain	2.936,87	1.850,19	0,5	3.958,1	4.895,9	0,5
Sacyr Vallehermoso	1.755,10	1.437,83	0,3	3.749,0	7.654,7	0,4
Abengoa	1.817,03	1.562,97	0,3	2.271,0	11.874,2	0,3
Indra Sistemas	1.995,03	1.324,55	0,3	2.867,1	3.688,0	0,3

Fuente: CNMV. (1) Se consideran las empresas pertenecientes al Ibex 35 el 31 de diciembre de 2013. (2) Capitalización a último día del año. (3) Respecto al total del mercado.

## Ofertas públicas de adquisición de valores autorizadas en 2014

l.9

Importes en millones de euros

Compañía	Autor de la oferta	Finalidad	% de capital social sobre el que se dirige	Importe realizado efectivo	Resultado en % <sup>1</sup>
Inmolevante, S.A.	Inmolevante, S.A.	Opa de exclusión	5,44	2,17	3,72
Campofrío Food Group, S.A.	Sigma Alimentos S.A. de C.V. y WH Group Ltd. a través de Sigma & WH Food Europe, S.L.U.	Opa obligatoria por toma de control directa y sobrevenida	16,25	92,78	13,15
Companyia d'Aigües de Sabadell, S.A.	Companyia d'Aigües de Sabadell, S.A.	Opa de exclusión	2,26	0,17	0,46
Dogi International Fabrics, S.A.	Businessgate, S.L.U.	Opa obligatoria por toma de control	17,60	0,002	0,14
Ahorro Familiar, S.A.	Lindisfarne Investments, S.L.	Opa de exclusión	29,27	25,14	28,45
Deoleo, S.A.	Ole Investments, B.V.	Opa voluntaria para tomar el control	70,01	82,54	18,10
Grupo Tavex, S.A.	A.Y.U.S.P.E. Empreendimentos e Participações, S.A.	Opa de exclusión	49,52	12,86	46,18
<b>Total</b>				<b>215,67</b>	

Fuente: CNMV. (1) Porcentaje respecto al capital social. En caso de que haya habido prorrateo, se incluye el coeficiente del mismo.

## Sociedades cotizadas en Latibex por sectores

l.10

Importes en millones de euros, salvo otra indicación

Sector	N.º de empresas		Capitalización			Contratación		
	2013	2014	2013	2014	% var.	2013	2014	% var.
Petróleo	1	1	19,9	19,4	-2,73	55,6	77,5	39,36
Energía y agua	4	4	4,7	6,1	29,33	19,5	26,9	38,02
Minería y metálicas básicas	5	5	88,4	108,3	22,48	94,6	177,9	88,03
Químicas	1	1	1,2	1,0	-14,10	3,6	3,4	-5,92
Textil y papeleras	1	1	0,0	0,0	-5,11	0,0	0,0	-
Metalmecánica	1	1	0,6	0,5	-15,95	19,7	0,6	-96,93
Alimentación	1	1	0,1	0,1	-4,01	17,7	0,2	-98,97
Inmobiliarias	2	2	0,2	0,1	-12,31	13,8	0,2	-98,85
Transportes y comunicación	2	2	1,8	1,1	-36,48	19,8	3,7	-81,35
Otros no financieros	1	1	0,2	0,2	-9,62	20,3	14,5	-28,39
Bancos	4	4	9,6	17,6	84,05	38,8	17,1	-55,90
Sociedades de cartera	2	2	2,7	1,5	-45,25	18,9	16,9	-10,92
Entidades de financiación	1	1	0,7	48,3	6.625,62	45,0	34,4	-23,49
<b>Total</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>130,3</b>	<b>204,4</b>	<b>56,89</b>	<b>367,3</b>	<b>373,1</b>	<b>1,59</b>

Fuente: CNMV.



## Emisiones brutas de las Administraciones Públicas

l.11

Importes nominales en millones de euros

	Importe				% de variación anual		
	2011	2012	2013	2014	12/11	13/12	14/13
<b>Estado</b>	<b>217.910</b>	<b>219.204</b>	<b>262.336</b>	<b>243.370</b>	<b>0,6</b>	<b>19,7</b>	<b>-7,2</b>
Corto plazo	101.843	99.499	109.163	99.396	-2,3	9,7	-8,9
Largo plazo	116.067	119.705	153.173	143.974	3,1	28,0	-6,0
<b>Comunidades Autónomas</b>	<b>23.479</b>	<b>16.006</b>	<b>10.777</b>	<b>9.513</b>	<b>-31,8</b>	<b>-32,7</b>	<b>-11,7</b>
Corto plazo	12.479	6.506	2.502	340	-47,9	-61,5	-86,4
Largo plazo	11.000	9.499	8.274	9.174	-13,6	-12,9	10,9
<b>Corporaciones Locales</b>	<b>0</b>	<b>21</b>	<b>24</b>	<b>53</b>	<b>-</b>	<b>13,5</b>	<b>119,4</b>
Corto plazo	0	0	0	0	-	-	-
Largo plazo	0	21	24	53	-	13,5	119,4
<b>Total AAPP</b>	<b>241.389</b>	<b>235.231</b>	<b>273.136</b>	<b>252.937</b>	<b>-2,6</b>	<b>16,1</b>	<b>-7,4</b>

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

## Emisiones netas de las Administraciones Públicas

l.12

Importes nominales en millones de euros

	Importe				% de variación anual		
	2011	2012	2013	2014	12/11	13/12	14/13
<b>Estado</b>	<b>69.927</b>	<b>63.819</b>	<b>91.262</b>	<b>49.627</b>	<b>-8,7</b>	<b>43,0</b>	<b>-45,6</b>
Corto plazo	851	-5.995	4.561	-11.248	-	-	-
Largo plazo	69.076	69.814	86.701	60.875	1,1	24,2	-29,8
<b>Comunidades Autónomas</b>	<b>8.083</b>	<b>-82</b>	<b>-5.496</b>	<b>-2.348</b>	<b>-</b>	<b>-6.632,2</b>	<b>57,3</b>
Corto plazo	5.566	-3.910	-2.494	-1.121	-	36,2	55,1
Largo plazo	2.517	3.828	-3.001	-1.228	52,1	-	59,1
<b>Corporaciones Locales</b>	<b>-421</b>	<b>-374</b>	<b>-131</b>	<b>-240</b>	<b>11,2</b>	<b>64,9</b>	<b>-82,5</b>
Corto plazo	-	-	-	-	-	-	-
Largo plazo	-421	-374	-131	-240	11,2	64,9	-82,5
<b>Total AAPP</b>	<b>77.588</b>	<b>63.363</b>	<b>85.635</b>	<b>47.038</b>	<b>-18,3</b>	<b>35,1</b>	<b>-45,1</b>

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

**Contratación de deuda del Estado entre titulares de cuenta.  
Operaciones a vencimiento, con pacto de recompra y simultáneas**

1.13

Importes nominales en millones de euros

	Importe				% de variación anual		
	2011	2012	2013	2014	12/11	13/12	14/13
<b>Letras</b>	<b>1.651.528</b>	<b>1.597.312</b>	<b>1.522.409</b>	<b>1.032.411</b>	<b>-3,3</b>	<b>-4,7</b>	<b>-32,2</b>
A vencimiento	142.225	182.767	243.841	283.336	28,5	33,4	16,2
Contado	138.749	180.854	239.107	278.075	30,3	32,2	16,3
Plazo	3.476	1.913	4.733	5.261	-45,0	147,4	11,2
Pacto de recompra	0	0	0	0	-	-	-
Simultáneas	1.509.302	1.414.545	1.278.569	749.075	-6,3	-9,6	-41,4
<b>Bonos y obligaciones</b>	<b>7.514.424</b>	<b>5.456.092</b>	<b>6.468.526</b>	<b>7.126.315</b>	<b>-27,4</b>	<b>18,6</b>	<b>10,2</b>
A vencimiento	825.653	673.667	1.078.083	1.158.378	-18,4	60,0	7,4
Contado	812.817	663.186	1.048.621	1.106.602	-18,4	58,1	5,5
Plazo	12.836	10.481	29.462	51.776	-18,3	181,1	75,7
Pacto de recompra	0	0	0	0	-	-	-
Simultáneas	6.688.771	4.782.425	5.390.443	5.967.936	-28,5	12,7	10,7
<b>Deuda CCAA y otras instituciones públicas</b>	<b>13.768</b>	<b>7.598</b>	<b>11.089</b>	<b>10.274</b>	<b>-44,8</b>	<b>45,9</b>	<b>-7,3</b>
A vencimiento	10.563	5.578	7.683	9.544	-47,2	37,7	24,2
Contado	8.167	4.362	5.912	4.540	-46,6	35,5	-23,2
Plazo	2.396	1.216	1.771	5.004	-49,2	45,6	182,6
Pacto de recompra	0	0	0	0	-	-	-
Simultáneas	3.205	2.020	3.406	730	-37,0	68,6	-78,6
<b>Total</b>	<b>9.179.720</b>	<b>7.061.002</b>	<b>8.002.024</b>	<b>8.169.000</b>	<b>-23,1</b>	<b>13,3</b>	<b>2,1</b>

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

**Contratación de deuda del Estado entre titulares y terceros.  
Operaciones a vencimiento, con pacto de recompra y simultáneas**

1.14

Importes nominales en millones de euros

	Importe				% de variación anual		
	2011	2012	2013	2014	12/11	13/12	14/13
<b>Letras</b>	<b>2.040.819</b>	<b>1.357.333</b>	<b>1.258.850</b>	<b>1.032.406</b>	<b>-33,5</b>	<b>-7,3</b>	<b>-18,0</b>
A vencimiento	758.620	648.849	667.181	460.258	-14,5	2,8	-31,0
Contado	738.092	634.481	652.396	440.930	-14,0	2,8	-32,4
Plazo	20.528	14.368	14.784	19.327	-30,0	2,9	30,7
Pacto de recompra	1.213.816	682.733	553.084	553.607	-43,8	-19,0	0,1
Simultáneas	68.384	25.751	38.586	18.540	-62,3	49,8	-52,0
<b>Bonos y obligaciones</b>	<b>9.089.317</b>	<b>5.962.605</b>	<b>5.814.850</b>	<b>8.004.888</b>	<b>-34,4</b>	<b>-2,5</b>	<b>37,7</b>
A vencimiento	5.437.080	3.391.260	3.336.868	4.773.180	-37,6	-1,6	43,0
Contado	5.268.243	3.269.098	3.145.206	4.484.641	-37,9	-3,8	42,6
Plazo	168.838	122.162	191.662	288.539	-27,6	56,9	50,5
Pacto de recompra	2.993.210	2.259.542	2.268.423	2.834.777	-24,5	0,4	25,0
Simultáneas	659.026	311.803	209.558	396.931	-52,7	-32,8	89,4
<b>Deuda CCAA y otras instituciones públicas</b>	<b>61.261</b>	<b>44.705</b>	<b>37.387</b>	<b>25.500</b>	<b>-27,0</b>	<b>-16,4</b>	<b>-31,8</b>
A vencimiento	22.910	11.960	21.325	22.896	-47,8	78,3	7,4
Contado	20.454	10.861	19.994	20.362	-46,9	84,1	1,8
Plazo	2.456	1.099	1.331	2.534	-55,3	21,1	90,4
Pacto de recompra	38.285	32.602	13.449	2.569	-14,8	-58,7	-80,9
Simultáneas	66	143	2.613	35	116,7	1.727,3	-98,7
<b>Total</b>	<b>11.191.397</b>	<b>7.364.642</b>	<b>7.111.087</b>	<b>9.062.794</b>	<b>-34,2</b>	<b>-3,4</b>	<b>27,4</b>

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

## Número de emisores y emisiones registradas en la CNMV: detalle por instrumentos

1.15

Anexos  
Anexos estadísticos I

	Número de emisores <sup>1</sup>		Número de emisiones	
	2013	2014	2013	2014
<b>A largo plazo</b>	<b>40</b>	<b>35</b>	<b>277</b>	<b>644</b>
Bonos y obligaciones no convertibles	11	16	170	578
de las cuales, deuda subordinada	0	1	0	1
Bonos y obligaciones convertibles	4	1	8	1
Cédulas hipotecarias	12	13	40	27
Cédulas territoriales	5	3	6	3
Bonos de titulización	18	13	53	35
de activos (BTA)	18	13	53	35
hipotecarios (BTH)	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	0	0	0
Otras emisiones	0	0	0	0
<b>A corto plazo<sup>2</sup></b>	<b>20</b>	<b>18</b>	<b>20</b>	<b>18</b>
Pagarés de empresa	20	18	20	18
de los cuales, de titulización de activos <sup>3</sup>	0	1	0	1
<b>Total</b>	<b>49</b>	<b>46</b>	<b>297</b>	<b>662</b>

Fuente: CNMV. (1) En el caso de los emisores no son cifras excluyentes, un mismo emisor ha podido emitir más de un tipo de instrumento. (2) Programas registrados. (3) Un solo emisor de pagarés titulizados que renueva el programa de emisión en enero de 2014.

## Principales emisores<sup>1</sup> de renta fija registrados en la CNMV en 2014

1.16

Importes nominales en millones de euros

Nombre de la sociedad emisora	Total	A corto plazo <sup>2</sup>	A largo plazo
Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria	29.798	0	29.798
Bankia, S.A.	24.700	15.000	9.700
BBVA Banco de Financiación, S.A.	15.000	15.000	0
Caixabank, S.A.	10.002	5.000	5.002
Banco Popular Español, S.A.	9.641	5.000	4.641
Banco de Sabadell, S.A.	9.251	5.000	4.251
Fondo de Titulización de Activos RMBS Santander 3	7.475	0	7.475
Bankinter, S.A.	6.157	4.000	2.157
Santander Consumer Finance, S.A.	5.000	5.000	0
Fondo de Titulización de Activos PYMES Santander 10	4.560	0	4.560
BBVA RMBS 13 Fondo de Titulización de Activos	4.100	0	4.100

Fuente: CNMV. (1) Emisores que durante 2014 registraron emisiones por importe superior a los 4.000 millones de euros. (2) Importe nominal del programa registrado.

## Principales emisores<sup>1</sup> de renta fija registrados en la CNMV en 2014. Detalle por instrumentos

1.17

Importes nominales en millones de euros

Tipo de activo	Emisor	Importe
Bonos y obligaciones simples	Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria	29.798
	Bankia, S.A.	2.200
	Bankinter, S.A.	1.757
	Banco de Sabadell, S.A.	1.613
Cédulas hipotecarias	Bankia, S.A.	7.500
	Banco Popular Español, S.A.	3.950
	Banco Santander, S.A.	3.000
	Banco de Sabadell, S.A.	2.638
Programa de pagarés <sup>2</sup>	BBVA Banco de Financiación, S.A.	15.000
	Bankia, S.A.	15.000
	Banco de Sabadell, S.A.	5.000
	Caixabank, S.A.	5.000
	Banco Popular Español, S.A.	5.000
	Santander Consumer Finance, S.A.	5.000
	Bankinter, S.A.	4.000
	Bankinter Sociedad de Financiación, S.A.	3.500
	Kutxabank Empréstitos, S.A.	2.000
Titulización de pagarés <sup>2</sup>	Fondo de Titulización de Activos Santander 2	3.000

Fuente: CNMV. (1) Emisores con emisión superior a 1.500 millones de euros en 2014, en el instrumento financiero correspondiente. (2) Importe nominal del programa registrado.

## Emisores de pagarés: mayores<sup>1</sup> saldos vivos a 31 de diciembre de 2014

1.18

Importes nominales en millones de euros

Emisor	Importe	% sobre el total	% acumulado
Banco de Sabadell	4.976	23,83	23,83
Bankinter Sociedad de Financiación	3.700	17,72	41,54
Bankinter	3.633	17,39	58,94
Santander Consumer Finance	2.087	9,99	68,93
BBVA Banco de Financiación	1.744	8,35	77,28
Santander	1.079	5,17	82,45
Banco Popular	795	3,81	86,25
Bankia	706	3,38	89,63
Fondo de Titulización de Activos Santander 2	580	2,78	92,41
Kutxabank Empréstitos	520	2,49	94,90

Fuente: CNMV. (1) Emisores con saldo vivo superior a 500 millones de euros.

## Principales emisores de bonos de titulización en 2014<sup>1</sup>

1.19

Anexos  
Anexos estadísticos I

Importes nominales en millones de euros

Emisor	Importe	Activos titulizados
Fondo de Titulización de Activos RMBS Santander 3	7.475	Préstamos hipotecarios
Fondo de Titulización de Activos PYMES Santander 10	4.560	Pymes <sup>2</sup>
BBVA RMBS 13, Fondo de Titulización de Activos	4.100	Préstamos hipotecarios
Fondo de Titulización de Activos RMBS Santander 2	3.450	Préstamos hipotecarios
Fondo de Titulización de Activos PYMES Santander 8	1.860	Pymes <sup>2</sup>
Fondo de Titulización del Déficit del Sistema Eléctrico, FTA	1.850	Otros
FONCAIXA PYMES 5, Fondo de Titulización de Activos	1.830	Pymes <sup>2</sup>

Fuente: CNMV. (1) Emisores con emisiones registradas en la CNMV superiores a 1.500 millones de euros en 2014. (2) Incluye fondos cuya cartera incorpora prácticamente la totalidad de préstamos a pymes.

## Emisiones de titulización, por naturaleza del activo titulado

1.20

Importes nominales en millones de euros

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Mediante FTH</b>	<b>817</b>	<b>0</b>	<b>2.100</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Mediante FTA</b>	<b>80.835</b>	<b>63.261</b>	<b>66.313</b>	<b>23.800</b>	<b>28.593</b>	<b>29.008</b>
<b>FTA hipotecarios</b>	<b>39.784</b>	<b>36.035</b>	<b>13.699</b>	<b>3.269</b>	<b>7.204</b>	<b>17.310</b>
Préstamos hipotecarios	24.706	18.425	11.349	2.269	7.204	17.310
Cédulas hipotecarias	15.078	17.610	2.350	1.000	0	0
Préstamos a promotores	0	0	0	0	0	0
<b>FTA empresas</b>	<b>31.886</b>	<b>10.297</b>	<b>35.678</b>	<b>12.549</b>	<b>10.660</b>	<b>8.750</b>
Pymes <sup>1</sup>	1.010	990	0	7.934	6.185	8.750
FTPYME <sup>1</sup>	0	3.210	3.689	0	0	0
FTGENCAT <sup>1</sup>	1.356	0	0	0	0	0
Préstamos a empresas <sup>2</sup>	25.762	5.350	28.294	4.537	3.325	0
Préstamos corporativos <sup>3</sup>	2.158	748	775	0	0	0
Arrendamiento financiero	1.600	0	2.920	78	1.150	0
<b>FTA otros</b>	<b>9.165</b>	<b>16.928</b>	<b>16.937</b>	<b>7.982</b>	<b>10.729</b>	<b>2.948</b>
Deuda subordinada	0	0	0	0	0	0
Bonos tesorería	2.559	0	0	0	0	0
Créditos AAPP	0	0	0	0	0	0
Cédulas territoriales	965	0	0	0	0	0
Préstamos consumo	3.725	1.375	4.359	1.000	0	300
Préstamos auto	1.916	689	1.541	1.225	1.167	798
Cuentas a cobrar	0	0	0	0	0	0
Derechos de créditos futuros	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	0	0	0	0	0	0
Otros créditos	0	14.865	11.036	5.757	9.562	1.850
<b>Total bonos de titulización</b>	<b>81.651</b>	<b>63.261</b>	<b>68.413</b>	<b>23.800</b>	<b>28.593</b>	<b>29.008</b>
<b>Total pagarés de titulización emitidos<sup>4</sup></b>	<b>4.758</b>	<b>5.057</b>	<b>2.366</b>	<b>1.821</b>	<b>1.544</b>	<b>620</b>
<b>Total bonos más pagarés</b>	<b>86.410</b>	<b>68.318</b>	<b>70.779</b>	<b>25.621</b>	<b>30.137</b>	<b>29.628</b>
<b>Pro memoria:</b>						
<b>Subtotal hipotecario</b>	<b>40.601</b>	<b>36.035</b>	<b>15.799</b>	<b>3.269</b>	<b>7.204</b>	<b>17.310</b>

Fuente: CNMV. (1) Incluye fondos cuya cartera incorpora prácticamente la totalidad de préstamos a pymes. (2) Incluye fondos cuya cartera incorpora préstamos a cualquier tipo de empresas: autónomos, microempresas, pequeñas empresas, medianas empresas y otras empresas de mayor dimensión. (3) Incluye fondos cuya cartera incorpora únicamente préstamos a grandes empresas. (4) Emisiones brutas de los FTA con programas de emisión de pagarés de titulización.

Importes nominales en millones de euros

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	% var. 14/13
Pagarés	129.828	98.683	49.657	76.956	51.768	26.728	-48,37
Bonos y obligaciones	3.635.802	3.519.895	5.757.839	1.148.818	723.081	466.010	-35,55
de los cuales, bonos de titulización	3.426.089	2.702.632	5.376.316	1.036.850	473.321	249.268	-47,34
Cédulas hipotecarias	210.273	205.835	576.230	858.283	268.646	285.925	6,43
Cédulas territoriales	767	4.809	516.905	581.313	81.318	77.721	-4,42
Bonos matador	16	0	12	0	0	0	-
<b>Total</b>	<b>3.976.687</b>	<b>3.829.222</b>	<b>6.900.642</b>	<b>2.665.369</b>	<b>1.124.814</b>	<b>856.384</b>	<b>-23,86</b>

Fuente: CNMV.

## Anexos estadísticos II: entidades financieras y servicios de inversión

Anexos  
Anexos estadísticos II

### Número, partícipes, patrimonio y descomposición de la variación patrimonial de los fondos de inversión mobiliarios e inmobiliarios<sup>1</sup>

II.1

Importes en millones de euros

Categoría	N.º fondos				N.º partícipes				Patrimonio				Pro memoria:				
	2014		Var. s/dic-13		2014		Var. s/dic-13		Importe		Variación total (%)		Variación patrimonial debida a las suscripciones y los rendimientos netos <sup>2</sup>		Distribución suscrip. netas FI (%)		
	2014	Var. s/dic-13	2014	Var. s/dic-13	2014	Var. s/dic-13	2014	Var. s/dic-13	2014	s/dic-13	Importe	s/dic-13	Importe	Suscrip. netas	Rdtos. netos		
Renta fija <sup>3</sup>	359	-25	1.941.567	433.558	70.331		433.558		70.331	27,74		15.273	13.821	1.452	38,5		
Renta fija mixta <sup>4</sup>	123	1	603.099	362.423	24.314		362.423		24.314	198,77		16.176	15.689	487	43,7		
Renta variable mixta <sup>5</sup>	131	3	377.265	195.042	13.570		195.042		13.570	114,99		7.258	6.842	416	19,0		
Renta variable euro	103	-5	381.822	88.629	8.402		88.629		8.402	-2,68		-231	-338	107	-0,9		
Renta variable internacional	191	-2	705.055	247.449	12.266		247.449		12.266	38,61		3.417	2.716	702	7,6		
Garantizado renta fija	280	-94	669.448	-333.010	20.417		-333.010		20.417	-35,15		-11.064	-11.762	697	-32,7		
Garantizado renta variable <sup>6</sup>	273	-35	557.030	-51.021	12.196		-51.021		12.196	-2,46		-307	-652	345	-1,8		
Fondos globales	162	0	223.670	94.929	6.886		94.929		6.886	52,08		2.358	2.110	248	5,9		
De gestión pasiva	227	58	686.526	244.821	23.838		244.821		23.838	44,33		7.337	5.632	1.705	15,7		
Retorno absoluto	102	5	264.324	76.267	6.498		76.267		6.498	39,44		1.838	1.736	103	4,8		
<b>Total FI</b>	<b>1.951</b>	<b>-94</b>	<b>6.409.806</b>	<b>1.359.087</b>	<b>198.719</b>		<b>1.359.087</b>		<b>198.719</b>	<b>26,83</b>		<b>42.055</b>	<b>35.795</b>	<b>6.260</b>	<b>100</b>		
FI/CIL	16	-1	2.510	-250	95		-250		95	-26,92		-33	-33	0	-0,1		
Fondos de inversión libre	28	3	2.543	220	1.226		220		1.226	21,03		213	162	51	0,5		
<b>Total fondos (Total FI + FI/CIL + FIL)</b>	<b>1.995</b>	<b>-92</b>	<b>6.414.859</b>	<b>1.359.057</b>	<b>200.040</b>		<b>1.359.057</b>		<b>200.040</b>	<b>26,75</b>		<b>42.235</b>	<b>35.924</b>	<b>6.311</b>	<b>100</b>		
<b>Fondos inmobiliarios</b>	<b>3</b>	<b>-3</b>	<b>4.021</b>	<b>-1.729</b>	<b>420</b>		<b>-1.729</b>		<b>420</b>	<b>-88,60</b>		<b>-3.263</b>	<b>-3.084</b>	<b>-178</b>	<b>-</b>		
<b>IIC extranjeras<sup>7</sup></b>	<b>805</b>	<b>23</b>	<b>1.317.674</b>	<b>249.966</b>	<b>78.904</b>		<b>249.966</b>		<b>78.904</b>	<b>44,18</b>		<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>		

Fuente: CNMV. (1) Compartimentos de fondos que han remitido estados reservados (no incluye, por tanto, fondos en proceso de disolución o liquidación). (2) Para cada categoría, la variación patrimonial se debe a las suscripciones netas, a los beneficios brutos distribuidos, a los rendimientos netos del patrimonio y al saldo neto patrimonial producido por los cambios en la vocación inversora. (3) Incluye Renta fija euro, Renta fija internacional, monetario y monetario a corto plazo. (4) Incluye Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional. (5) Incluye Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional. (6) Incluye Garantizados de rendimiento variable y Garantía parcial. (7) En las magnitudes referidas a las IIC extranjeras están incluidas las sociedades y los fondos registrados en la CNMV. El dato de patrimonio para las IIC extranjeras se refiere al volumen de inversión, que es el resultado de multiplicar el número de acciones y participaciones comercializadas en España por su valor a final de año.

### Cartera de los fondos: peso en el saldo vivo de valores españoles

II.2

%

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Renta variable cotizada<sup>1</sup></b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>
<b>Renta fija privada</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>2,6</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>
Corto plazo	16,0	6,6	2,4	9,6	11,7
Largo plazo	3,0	3,0	2,6	2,8	2,9
<b>Renta fija pública</b>	<b>4,4</b>	<b>5,3</b>	<b>5,0</b>	<b>7,1</b>	<b>7,1</b>
Corto plazo <sup>2</sup>	7,5	10,4	11,8	13,3	8,7
Largo plazo	3,8	4,5	4,1	6,3	6,9

Fuente: CNMV y Banco de España. (1) Cartera a valor de realización sobre la capitalización de los valores nacionales en el mercado continuo, corros y MAB. (2) No incluye las adquisiciones temporales de activos.

### Gastos repercutidos a los fondos de inversión de carácter financiero

II.3

% sobre patrimonio medio diario

	Comisión de gestión			Comisión de depósito <sup>1</sup>		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>0,94</b>	<b>0,98</b>	<b>0,98</b>	<b>0,08</b>	<b>0,08</b>	<b>0,08</b>
Renta fija	0,66	0,68	0,70	0,08	0,08	0,08
Renta fija mixta	1,10	1,13	1,19	0,08	0,08	0,09
Renta variable mixta	1,51	1,51	1,42	0,12	0,12	0,10
Renta variable euro	1,77	1,85	1,80	0,12	0,09	0,12
Renta variable internacional	1,74	1,83	1,78	0,12	0,12	0,11
Garantizado renta fija	0,79	0,86	0,88	0,08	0,08	0,08
Garantizado renta variable	1,23	1,25	1,20	0,08	0,08	0,08
Fondos globales	1,01	1,32	1,20	0,08	0,08	0,09
De gestión pasiva	0,81	0,72	0,64	0,08	0,08	0,07
Retorno absoluto	1,03	1,13	1,07	0,08	0,08	0,08
<b>FIICIL</b>	<b>1,52</b>	<b>1,66</b>	<b>1,55</b>	<b>0,08</b>	<b>0,08</b>	<b>0,10</b>
<b>Fondos de inversión libre<sup>2</sup></b>	<b>1,43</b>	<b>2,99</b>	<b>2,32</b>	<b>0,03</b>	<b>0,05</b>	<b>0,03</b>

Fuente: CNMV. (1) En los fondos de inversión libre, comisiones de financiación. (2) Porcentaje sobre el patrimonio medio mensual.



## Evolución de las rentabilidades y las suscripciones netas de los fondos de inversión<sup>1</sup>

II.4

Rentabilidad en % y suscripciones netas en millones de euros

	2010		2011		2012		2013		2014	
	Rentab.	Suscrip. netas	Rentab.	Suscrip. netas	Rentab.	Suscrip. netas	Rentab.	Suscrip. netas	Rentab.	Suscrip. netas
Renta fija <sup>2</sup>	0,11	-27.150	1,56	-10.424	3,54	-7.740	2,28	13.405	2,41	13.821
Renta fija mixta <sup>3</sup>	-0,54	-1.417	-1,34	-1.980	4,95	-19	4,16	2.370	3,67	15.689
Renta variable mixta <sup>4</sup>	-0,98	-90	-5,64	-376	7,83	36	10,85	2.673	4,70	6.842
Renta variable euro <sup>5</sup>	-2,94	-697	-11,71	142	12,31	-115	28,06	1.734	2,09	-338
Renta variable internacional <sup>6</sup>	14,22	1.152	-10,83	-796	13,05	-425	20,30	866	6,61	2.716
Garantizado renta fija	-0,67	4.716	3,28	7.809	4,85	-339	4,96	-6.718	2,54	-11.762
Garantizado renta variable <sup>7</sup>	-1,79	-2.500	0,14	-4.054	5,07	-4.226	6,15	-2.689	2,64	-652
Fondos globales	3,22	324	-4,64	972	7,44	-1.021	8,71	-177	4,63	2.110
De gestión pasiva <sup>8</sup>	-2,36	-790	-7,33	61	7,10	824	8,88	12.675	7,74	5.632
Retorno absoluto <sup>8</sup>	1,53	872	-1,87	-2.208	3,84	-1.572	2,46	-53	1,98	1.736
<b>Total FI</b>	<b>0,35</b>	<b>-25.581</b>	<b>-0,08</b>	<b>-10.853</b>	<b>5,50</b>	<b>-14.597</b>	<b>6,50</b>	<b>24.086</b>	<b>3,67</b>	<b>35.795</b>
FIICIL	1,45	-87	-2,98	-110	2,84	-60	5,09	-210	-0,51	-33
Fondos de inversión libre	5,80	-42	-2,70	55	6,92	135	15,79	36	5,50	162
<b>Total fondos</b> <b>(Total FI + FIICIL + FIL)</b>	<b>0,38</b>	<b>-25.744</b>	<b>-0,10</b>	<b>-10.908</b>	<b>5,50</b>	<b>-14.522</b>	<b>6,57</b>	<b>23.912</b>	<b>3,67</b>	<b>35.924</b>
<b>Fondos inmobiliarios</b>	<b>-4,74</b>	<b>-35</b>	<b>-3,23</b>	<b>-1.450</b>	<b>-5,53</b>	<b>-42</b>	<b>-11,28</b>	<b>-36</b>	<b>-5,87</b>	<b>-3.085</b>
<b>Pro memoria: importe comercializado por las entidades españolas y las extranjeras residentes</b>										
IIIC extranjeras	-	9.082	-	-4.675	-	8.313	-	24.953	-	22.254

Fuente: CNMV. (1) Fondos que han remitido estados reservados (no incluye, por tanto, fondos en proceso de disolución o liquidación). (2) Hasta 1T09 incluye: Renta fija corto plazo, Renta fija largo plazo, Renta fija internacional y monetarios. Desde 2T09 incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y monetarios. Desde 3T11 incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional, monetarios y monetarios a corto plazo. (3) Hasta 1T09 incluye: Renta fija mixta y Renta fija mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional. (4) Hasta 1T09 incluye: Renta variable mixta y Renta variable mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional. (5) Hasta 1T09 incluye: Renta variable nacional y Renta variable euro. Desde 2T09 incluye: Renta variable euro (que ya incluye RVN). (6) Hasta 1T09 incluye: RVI Europa, RVI Japón, RVI EEUU, RVI emergentes y RVI otros. Desde 2T09: RVI. (7) Hasta 1T09: GRV. Desde 2T09: GRV y Garantía parcial. (8) Nuevas categorías desde 2T09. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos globales.

<b>IIC extranjeras comercializadas en España</b>			
	2013	2014	Var. (%)
<b>Número de instituciones</b>	<b>782</b>	<b>805</b>	<b>2,9</b>
<b>Número de inversores</b>	<b>1.067.708</b>	<b>1.317.674</b>	<b>23,4</b>
<b>Volumen de inversión (millones de euros)</b>	<b>54.727</b>	<b>78.904</b>	<b>44,2</b>
<b>Distribución por país de origen</b>			
Alemania	32	33	3,1
Austria	24	25	4,2
Bélgica	4	4	0,0
Dinamarca	1	1	0,0
Francia	272	264	-2,9
Holanda	2	2	0,0
Irlanda	103	117	13,6
Luxemburgo	321	333	3,7
Malta	1	0	-100,0
Reino Unido	22	26	18,2

Fuente: CNMV.

#### **Sociedades gestoras de IIC (SGIIC): altas y bajas en 2014**

<b>Sociedad gestora de IIC</b>	<b>Grupo de control</b>
<b>Altas</b>	
Abaco Capital, SGIIC, S.A.	Independiente
Magallanes Value Investors, SGIIC, S.A.	Independiente
<b>Bajas</b>	
Banesto Banca Privada Gestión, SGIIC, S.A.	Banco Santander
BMN Gestión de Activos, SGIIC, S.A.	Banco Mare Nostrum
<b>Gestoras extranjeras con sucursal</b>	
<b>Altas</b>	
Nordea Investment Funds, S.A., Sucursal en España	Nordea Investment Funds, S.A.

Fuente: CNMV.

**ESI extranjeras con pasaporte comunitario: Estado Miembro de origen<sup>1</sup>**

II.7

 Anexos  
 Anexos estadísticos II

	2013	2014
<b>Número de ESI extranjeras operantes en España</b>		
Libre prestación de servicios	2.617	2.628
Sucursales	38	39
<b>Distribución según el Estado de origen</b>		
<b>Libre prestación de servicios</b>		
Alemania	47	53
Austria	23	21
Bélgica	8	8
Bulgaria	6	7
Chipre	102	129
Dinamarca	21	22
Eslovaquia	2	2
Eslovenia	1	1
Estonia	1	1
Finlandia	7	8
Francia	44	44
Grecia	8	8
Holanda	84	87
Hungría	1	1
Irlanda	48	47
Italia	6	6
Letonia	1	1
Liechtenstein	14	17
Lituania	1	1
Luxemburgo	29	32
Malta	16	21
Noruega	29	30
Portugal	8	8
Reino Unido	2.094	2.056
República Checa	2	2
Rumanía	3	2
Suecia	11	13
<b>Sucursales</b>	<b>38</b>	<b>39</b>
Alemania	2	1
Bélgica	1	1
Francia	2	2
Holanda	2	2
Luxemburgo	4	3
Noruega	1	1
Polonia	1	1
Portugal	1	1
Reino Unido	24	27

Fuente: CNMV. (1) Países indicados en las comunicaciones de ESI de Estados Miembros de la UE y autorizaciones de ESI de Estados no miembros de la UE.

## Altas y bajas de sociedades y agencias de valores, sociedades gestoras de cartera, empresas de asesoramiento financiero y ESI extranjeras con sucursal

II.8

Entidad	Grupo de control
<b>Sociedades y agencias de valores</b>	
<b>Altas</b>	
Eurodeal, SV, S.A.	Independiente
Esfera Capital, AV, S.A.	Independiente
Altamar Global Investment, AV, S.A.	Independiente
Alhambra Partners, AV, S.A.	Independiente
<b>Bajas</b>	
ACA, SV, S.A.	Participada por diferentes entidades financieras nacionales (BBVA, Banco Mare Nostrum, Bankia, Caixabank y Catalunya Banc)
Agentes de Bolsa Asociados, SV, S.A.	Independiente
Gestiohna Diseño Patrimonial, AV, S.A.	Hermandad Nacional de Arquitectos Superiores y Químicos, Mutualidad de Previsión Social a Prima Fija
Axa Ibercapital, AV, S.A.	Axa Vida, S.A. de Seguros y Reaseguros
Financial Lab, AV, S.A.	Independiente
Dicania Investment Partners, AV, S.A.	Independiente
Eurodeal, AV, S.A.	Independiente
Gesmosa-GBI, AV, S.A.	Ahorro Corporación, S.A.
<b>Empresas de asesoramiento financiero</b>	
<b>Altas</b>	
Hugo Beltrán Martín	Independiente
Baron Capital, EAFI, S.L	Independiente
2013 Fides, EAFI, S.L.	Independiente
Capital Care Consulting, EAFI, S.L.	Independiente
Sassola Partners, EAFI, S.L.	Independiente
Juan González Herrero	Independiente
José Velasco Aroca	Independiente
Raúl Aznar González	Independiente
Angels Roqueta Rodríguez	Independiente
Pi Asesores Financieros, EAFI, S.L.	Independiente
Cluster Investment Advisors, EAFI, S.L.	Independiente
Gabriel Carrillo Capel, EAFI, S.L.	Independiente
Alchemia Advisors, EAFI, S.L.	Independiente
Javier Acción Rodríguez	Independiente
Avantage Capital, EAFI, S.L.	Independiente
Vetusta Inversión Patrimonial, EAFI, S.L.	Independiente
Feelcapital, EAFI, S.L.	Independiente
Alps Investment Advisors, EAFI, S.L.	Independiente
Inés Cots Marfil	Independiente
Md Wealth Advisors, EAFI, S.L.	Independiente
Guillermo Ramón Gregori	Independiente
Antonio Yeste González	Independiente
Ethical Finance, EAFI, S.L.	Independiente
Ancora Soluciones Patrimoniales, EAFI, S.L.	Independiente

**Altas y bajas de sociedades y agencias de valores, sociedades gestoras de cartera, empresas de asesoramiento financiero y ESI extranjeras con sucursal (continuación)** II.8

Entidad	Grupo de control
Pharum Capital Asesores Financieros, EAFI, S.L.	Independiente
Tactical Global, EAFI, S.L.	Independiente
<b>Bajas</b>	
LF Castañeda, EAFI, S.L.	Independiente
Ábaco Capital Investments, EAFI, S.L.	Independiente
José García Fernández	Independiente
Sotogrande Financial Adviser, EAFI, S.L.	Independiente
Jaime Borrás Martínez	Independiente
Begoña Castro Otero	Independiente
Andrés Marín Avilés	Independiente
Nieves Mateos Asesores Financieros, EAFI, S.L.	Independiente
Carlos Rodríguez Pindado	Independiente
<b>ESI extranjeras con sucursal</b>	
<b>Altas</b>	
Cohen & Company Financial Limited, Sucursal en España	Cohen & Company Financial Limited
AK Jensen Limited, Sucursal en España	AK Jensen Limited
Capital International Limited, Sucursal en España	Capital International Limited
M&G International Investments Limited, Sucursal en España	M&G International Investments Limited
Fisher Investments Europe Limited, Sucursal en España	Fisher Investments Europe Limited
<b>Bajas</b>	
Leonteq Securities (Europe) GMBH, Sucursal en España	Leonteq Securities (Europe) GMBH
Wallwood Consultants Limited, Sucursal en España	Wallwood Consultants Limited
International Asset Management Limited, Sucursal en España	International Asset Management Limited
Espirito Santo Wealth Management Europe S.A., Sucursal en España	Espirito Santo Wealth Management Europe, S.A.

Fuente: CNMV.

**Cambios de control en sociedades y agencias de valores y sociedades gestoras de cartera. 2014** II.9

Entidad	Adquiriente
<b>Tomas de control por entidades financieras españolas</b>	
Globalfinanzas Investment Group, AV, S.A.	Independiente
Gestión de Patrimonios Mobiliarios, AV, S.A.	Independiente
ACA, SV, S.A.	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria
Arcogest, SGC, S.A.	Banco Caminos
Finanduro, SV, S.A.	Unicaja Banco

Fuente: CNMV.

**ESI españolas con pasaporte comunitario a 31 de diciembre de 2014.**

II.10

**Estado Miembro de acogida<sup>1</sup>**

	2013	2014
<b>Número de ESI con actuación transfronteriza</b>		
Libre prestación de servicios	40	41
Sucursales	5	6
<b>Distribución por países de la actuación transfronteriza de las ESI españolas<sup>2</sup></b>		
<b>Libre prestación de servicios</b>		
Alemania	21	21
Austria	10	10
Bélgica	17	17
Bulgaria	2	2
Chipre	1	1
Dinamarca	9	9
Eslovaquia	2	2
Eslovenia	1	1
Estonia	1	1
Finlandia	8	8
Francia	21	21
Grecia	8	8
Hungría	2	2
Irlanda	12	12
Islandia	1	1
Italia	17	18
Letonia	1	1
Liechtenstein	2	2
Lituania	1	1
Luxemburgo	17	18
Malta	4	4
Noruega	6	6
Países Bajos	16	16
Polonia	4	4
Portugal	30	31
Reino Unido	23	23
República Checa	2	2
Rumanía	3	3
Suecia	11	11
<b>Sucursales</b>		
Italia	1	1
Portugal	1	1
Reino Unido	2	3
Suecia	1	1
<b>Pro memoria: Número de ESI con actuación transfronteriza fuera del EEE</b>		
Libre prestación de servicios	3	3
Sucursales	0	0
<b>Distribución por países<sup>2</sup></b>		
<b>Libre prestación de servicios</b>		
Andorra	1	1
Chile	2	2
Panamá	1	0
Perú	2	2
Suiza	1	1

Fuente: CNMV. (1) Países indicados en las comunicaciones de libre prestación de servicios y en las autorizaciones de apertura de sucursales. (2) Número de ESI españolas que prestan servicios en otros Estados. Una misma entidad puede prestar servicios en uno o más Estados.

**Actuación transfronteriza de las EAFI nacionales<sup>1</sup>** II.11

	2013	2014
<b>Numero de EAFI con actuación transfronteriza<sup>2</sup></b>		
Libre prestación de servicios	6	11
Sucursales	0	0
<b>Distribución por países. Libre prestación de servicios</b>		
Alemania	1	3
Bélgica	1	1
Francia	1	2
Irlanda	0	1
Italia	1	2
Luxemburgo	5	9
Malta	1	2
Portugal	0	2
Reino Unido	2	5

Fuente: CNMV. (1) Países indicados en las comunicaciones de libre prestación de servicios y en las autorizaciones de apertura de sucursales. (2) Número de ESI españolas que prestan servicios en otros Estados. Una misma entidad puede prestar servicios en uno o más Estados.

**Entidades de crédito extranjeras autorizadas para prestar servicios de inversión en España a 31 de diciembre de 2014. Estado Miembro de origen** II.12

	2013	2014
<b>Número de entidades de crédito extranjeras que prestan servicios de inversión en España</b>		
<b>Entidades de crédito comunitarias</b>		
Libre prestación de servicios	392	398
Filiales de EECC comunitarias en régimen de libre prestación de servicios	0	0
Sucursales	52	54
<b>Entidades de crédito extracomunitarias</b>		
Libre prestación de servicios	2	3
Sucursales	8	6
<b>Distribución según el Estado de origen</b>		
<b>Libre prestación de servicios</b>	<b>394</b>	<b>401</b>
<b>Entidades de crédito comunitarias</b>		
Alemania	50	51
Austria	33	32
Bélgica	8	8
Chipre	2	2
Dinamarca	11	10
Finlandia	5	7
Francia	46	44
Grecia	1	1
Hungría	6	6

**Entidades de crédito extranjeras autorizadas para prestar servicios de inversión en España a 31 de diciembre de 2014. Estado Miembro de origen (continuación)**

II.12

	2013	2014
Irlanda	31	30
Islandia	1	2
Italia	8	8
Liechtenstein	5	5
Luxemburgo	49	54
Malta	7	9
Noruega	3	3
Países Bajos	28	26
Portugal	13	13
Reino Unido	80	80
Suecia	5	7
<b>Entidades de crédito extracomunitarias</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
Australia	1	1
Canadá	0	1
Suiza	1	1
<b>Filiales de entidades de crédito comunitarias en régimen de libre prestación de servicios</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Sucursales</b>	<b>60</b>	<b>60</b>
<b>Entidades de crédito comunitarias</b>	<b>52</b>	<b>54</b>
Alemania	7	8
Austria	0	1
Bélgica	2	2
Dinamarca	1	1
Francia	10	10
Irlanda	1	1
Italia	2	3
Luxemburgo	8	7
Países Bajos	4	4
Portugal	8	8
Reino Unido	9	9
<b>Entidades de crédito extracomunitarias</b>	<b>8</b>	<b>6</b>
Argentina	1	1
Brasil	1	0
Estados Unidos	4	3
Japón	1	1
Suiza	1	1

Fuente: Banco de España y CNMV.



## Número de accionistas de las sociedades del Ibex 35<sup>1</sup> con participación significativa

III.1

Entidades	Participación				
	3%-5%	5%-10%	10%-25%	25%-50%	50%-100%
Abengoa	-	-	-	-	1
Abertis	1	-	3	-	-
Acciona	-	-	-	2	-
Acerinox	2	2	2	-	-
ACS	2	1	2	-	-
Amadeus	1	2	-	-	-
BBVA	1	-	-	-	-
B. Sabadell	1	1	-	-	-
B. Popular	5	1	-	-	-
B. Santander	1	-	-	-	-
Bankia	1	1	-	-	1
Bankinter	1	2	1	-	-
BME	-	1	-	-	-
Caixabank	-	-	-	-	1
DIA	1	2	-	-	-
Enagás	2	-	-	-	-
Endesa	-	1	-	-	1
Ferrovial	-	-	-	1	-
FCC	1	1	1	1	-
Gamesa	3	-	1	-	-
Gas Natural	1	-	-	-	1 <sup>2</sup>
Grifols	2	4	-	-	-
Iberdrola	3	1	-	-	-
IAG	4	3	-	-	-
Indra	-	2	1	-	-
Inditex	-	1	-	-	1
Jazztel	1	1	1	-	-
Mapfre	-	-	-	-	1
Mediaset	2	-	-	1	-
OHL	1	-	-	-	1
REE	4	-	1	-	-
Repsol	1	2	1	-	-
Sacyr	1	4	1	-	-
Técnicas Reunidas	-	1	-	1	-
Telefónica	1	2	-	-	-
<b>Total</b>	<b>44</b>	<b>36</b>	<b>15</b>	<b>6</b>	<b>8</b>

Fuente: CNMV. (1) Composición del Ibex 35 al cierre del ejercicio. (2) Acción concertada entre La Caixa y Repsol.

Referencia	Resoluciones
(1/14)	<b>Orden Ministerial de 10 de enero de 2014</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad emisora –entidad de crédito– y a los miembros de su consejo de administración por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 m) de la LMV –remitir con retraso a la CNMV el informe financiero anual–. Se sanciona a la entidad de crédito con multa de 18.000 euros, y a los administradores con multa de 3.000 euros a cada uno.
(2/14)	<b>Orden Ministerial de 10 de enero de 2014</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a tres miembros del consejo de administración de una sociedad emisora –dos personas jurídicas y una física– por la presunta comisión, cada uno de ellos, de una infracción muy grave del artículo 99 p) de la LMV, por incumplir sus deberes de comunicación y difusión de participaciones significativas en la sociedad emisora. Se sanciona con multa de 300.000 euros a la persona física, y de 100.000 euros a cada una de las personas jurídicas.
(3/14)	<b>Orden Ministerial de 24 de enero de 2014</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a un miembro del consejo de administración de una sociedad emisora por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 p) de la LMV, por incumplir sus deberes de comunicación y difusión de participaciones significativas en la sociedad emisora. Se sanciona con multa de 100.000 euros.
(4/14)	<b>Orden Ministerial de 21 de febrero de 2014</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a dos personas jurídicas y tres personas físicas –administradores de aquellas–, por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 q) de la LMV, por incumplir la reserva de actividad propia de las empresas que prestan servicios de inversión –concretamente, por la prestación del servicio de gestión de carteras sin tener la correspondiente autorización–. Se sanciona a las dos personas jurídicas con multas de 600.000 y 650.000 euros, respectivamente; y a las tres personas físicas con multas por importe global de 60.000 euros.
(5/14)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 26 de febrero de 2014</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad emisora por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 100 w) de la LMV –manipulación de mercado en relación con sus propias acciones–, así como a una ESI por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 100 x) bis del mismo texto legal, por no comunicar a la CNMV operaciones sospechosas de abuso de mercado. Se sanciona a la sociedad emisora con multa de 50.000 euros y a la ESI con multa de 30.000 euros.
(6/14)	<b>Orden Ministerial de 21 de marzo de 2014</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una entidad aseguradora por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 p) de la LMV, por comunicar con retraso a la CNMV participaciones significativas en una sociedad emisora. Se sanciona con multa de 36.000 euros.
(7/14)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 10 de abril de 2014</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una entidad de crédito por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 100 j) bis de la LMV, por la comunicación reiterada a la CNMV, de forma defectuosa, de operaciones ejecutadas sobre instrumentos financieros. Se sanciona con multa de 200.000 euros.
(8/14)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 10 de abril de 2014</b> Resuelve –en lo relativo a la inexistencia de responsabilidad– el expediente sancionador incoado a una sociedad emisora y a los miembros de su consejo de administración por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 m) de la LMV por la remisión a la CNMV y difusión de sus cuentas anuales consolidadas con datos inexactos o no veraces. Se declara la inexistencia de responsabilidad de seis de los administradores, con sobreseimiento del cargo imputado.
(9/14)	<b>Orden Ministerial de 30 de abril de 2014</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una ESI y a su administrador único por la presunta comisión de cuatro infracciones muy graves del artículo 99 de la LMV –letras z) bis, e) bis, q) y l) bis–, por diversos incumplimientos de la normativa que regula las obligaciones de las ESI. Se sanciona a la ESI y a su administrador único con multas por importe global de 1.250.000 y 625.000 euros, respectivamente.
(10/14)	<b>Orden Ministerial de 7 de mayo de 2014</b> Resuelve dos expedientes sancionadores –previamente acumulados– incoados a dos entidades de crédito por la presunta comisión de cuatro infracciones muy graves del artículo 99 z) bis de la LMV, por incumplimiento de normas de conducta del mercado de valores –concretamente en lo relativo a obligaciones de información y deficiencias en la evaluación de conveniencia–, y por incumplimientos en materia de conflictos de interés. Se sanciona con multas por importe global de 7.000.000 euros.
(11/14)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 21 de mayo de 2014</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una entidad de crédito (posteriormente absorbida por otra) por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 100 t) de la LMV, por incumplimientos en materia de normas de conducta del mercado de valores. Se declara responsable de la infracción a la entidad de crédito originaria que cometió la infracción, y se sanciona con multa por importe de 2.000.000 euros a la entidad de crédito sucesora.
(12/14)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 21 de mayo de 2014</b> Resuelve –en lo relativo a la infracción grave– el expediente sancionador incoado a una entidad de crédito por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 z) bis de la LMV, por el incumplimiento de normas de conducta del mercado de valores en la comercialización de instrumentos financieros a clientes, y de una infracción grave del artículo 100 t) de la LMV, por incumplimiento de otras normas de conducta al no actuar en interés de sus clientes. Se declara la inexistencia de la infracción grave.

## Referencia Resoluciones

(13/14)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 21 de mayo de 2014</b>
	Resuelve –en lo relativo a las infracciones graves y a la inexistencia de responsabilidad– el expediente sancionador incoado a una sociedad emisora y a los miembros de su consejo de administración por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 m) de la LMV, por la remisión de sus cuentas anuales e información financiera intermedia con omisión de datos relevantes y de una infracción grave del artículo 100 b) de la LMV, por la elaboración y difusión del informe anual de gobierno corporativo con omisión de información sobre operaciones con partes vinculadas. Se sanciona a la sociedad emisora con multa de 15.000 euros, y a tres de sus administradores con multas por importe global de 10.000 euros; en cuanto al resto de administradores, se declara la inexistencia de responsabilidad por ambas infracciones.
(14/14)	<b>Orden Ministerial de 23 de mayo de 2014</b>
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad emisora y a los miembros de su consejo de administración por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 m) de la LMV –remisión a la CNMV y difusión de sus cuentas anuales consolidadas con datos inexactos o no veraces–. Se sanciona con multa de 100.000 euros a la sociedad emisora y de 10.000 euros a cada uno de los cuatro administradores miembros de su comité de auditoría.
(15/14)	<b>Orden Ministerial de 13 de junio de 2014</b>
	Resuelve el expediente sancionador incoado a dos entidades de crédito por la comisión de una infracción muy grave del artículo 99 z) bis de la LMV, por el incumplimiento de normas de conducta del mercado de valores en la comercialización a clientes de determinados instrumentos financieros complejos. Se sanciona a las dos entidades de crédito con multas de 500.000 y 100.000 euros, respectivamente.
(16/14)	<b>Orden Ministerial de 13 de junio de 2014</b>
	Resuelve –en lo relativo a la infracción muy grave– el expediente sancionador incoado a una entidad de crédito por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 z) bis de la LMV por incumplimiento de normas de conducta del mercado de valores en la comercialización de instrumentos financieros a clientes, y de una infracción grave del artículo 100 t) de la LMV por incumplimiento de otras normas de conducta al no actuar en interés de sus clientes. Se sanciona a la entidad con multa por importe de 600.000 euros.
(17/14)	<b>Orden Ministerial de 20 de junio de 2014</b>
	Resuelve –en lo relativo a la infracción muy grave– el expediente sancionador incoado a una sociedad emisora y a los miembros de su consejo de administración por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 m) de la LMV, por la remisión de sus cuentas anuales e información financiera intermedia con omisión de datos relevantes, y de una infracción grave del artículo 100 b) de la LMV, por la elaboración y difusión del informe anual de gobierno corporativo con omisión de información sobre operaciones con partes vinculadas. Se sanciona a la sociedad emisora con multa de 30.000 euros, y a tres de sus administradores con multas por importe global de 20.000 euros.
(18/14)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 23 de junio de 2014</b>
	Resuelve –en lo relativo a la infracción grave– el expediente sancionador incoado a una ESI y a su administrador único por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 z) bis de la LMV –incumplimiento de normas de conducta del mercado de valores en la actividad de asesoramiento en materia de inversiones– y una infracción grave del artículo 100 d) de la LMV –incumplimiento de normas de conducta del mercado de valores en relación con comisiones cobradas a clientes–. Se sanciona a la ESI y a su administrador único con multas de 200.000 y 30.000 euros, respectivamente.
(19/14)	<b>Orden Ministerial de 27 de junio de 2014</b>
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad emisora y a los miembros de su consejo de administración por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 m) de la LMV –no remisión a la CNMV de la información financiera periódica, incluido el informe financiero anual–. Se sanciona con multa de 30.000 euros a la sociedad, y con multas por importe global de 47.000 euros a los administradores.
(20/14)	<b>Orden Ministerial de 18 de julio de 2014</b>
	Resuelve –en lo relativo a la infracción muy grave– el expediente sancionador incoado a una ESI y a su administrador único por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 z) bis de la LMV –incumplimiento de normas de conducta del mercado de valores en la actividad de asesoramiento en materia de inversiones–, y una infracción grave del artículo 100 d) de la LMV –incumplimiento de normas de conducta del mercado de valores en relación con comisiones cobradas a clientes–. Se sanciona a la ESI y a su administrador único con multas de 100.000 y 50.000 euros, respectivamente.
(21/14)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 23 de septiembre de 2014</b>
	Resuelve –en lo relativo al sobreesimiento del cargo imputado– el expediente sancionador incoado a dos entidades de crédito (siendo una sucesora de la otra) por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 i) de la LMV –manipulación de mercado–. Se sobreesee el cargo imputado a la entidad de crédito originaria que cometió la citada infracción.
(22/14)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 23 de septiembre de 2014</b>
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una entidad de crédito extranjera por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 x) de la LMV –realizar ventas en corto descubiertas–. Se declara la inexistencia de responsabilidad.
(23/14)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 23 de septiembre de 2014</b>
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad emisora por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 100 w) de la LMV –manipulación de mercado–. Se sanciona con multa de 20.000 euros.

Referencia	Resoluciones
(24/14)	<b>Resolución del Comité Ejecutivo de la CNMV de 16 de octubre de 2014</b> Declara la caducidad del expediente sancionador incoado a una ESI (EAFI) por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 z) bis de la LMV –incumplimiento de normas de conducta del mercado de valores en relación con las comisiones cobradas a clientes.
(25/14)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 22 de octubre de 2014</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad gestora de ECR por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 52.2.e) de la LECR, por irregularidades contables en la información contenida en los estados reservados y cuentas anuales de una ECR gestionada. Se sanciona con multa de 30.000 euros.
(26/14)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 22 de octubre de 2014</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad gestora de ECR por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 52.1.i) de la LECR –remisión con retraso de información periódica contable de una ECR gestionada–. Se rebaja la infracción a infracción grave del artículo 52.2.e) de la LECR y se sanciona con multa de 5.000 euros.
(27/14)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 27 de octubre de 2014</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona física por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 100 w) de la LMV –manipulación de mercado–. Se sanciona con multa de 50.000 euros.
(28/14)	<b>Orden Ministerial de 11 de noviembre de 2014</b> Resuelve el expediente sancionador incoado al administrador de una sociedad emisora por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 p) de la LMV, por no comunicar operaciones con acciones de dicha sociedad. Se sanciona con multa de 30.000 euros.
(29/14)	<b>Orden Ministerial de 11 de noviembre de 2014</b> Resuelve –en lo relativo a la sanción– el expediente sancionador incoado a dos entidades de crédito (siendo una de ellas sucesora de la otra) por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 i) de la LMV –manipulación de mercado–. Se declara la responsabilidad de la entidad de crédito originaria que cometió la infracción, sancionándose a la entidad sucesora con multa de 80.000 euros.
(30/14)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 25 de noviembre de 2014</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona física por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 100 e) de la LMV, por realizar ventas en corto descubiertas. Se sanciona con multa de 500 euros.
(31/14)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 25 de noviembre de 2014</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona jurídica por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 100 e) de la LMV, por realizar ventas en corto descubiertas. Se sanciona con multa de 6.000 euros.
(32/14)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 25 de noviembre de 2014</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a dos personas físicas por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 100 e) de la LMV, por realizar ventas en corto descubiertas. Se sanciona con multa de 500 euros a cada una de ellas.
(33/14)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 25 de noviembre de 2014</b> Resuelve –en lo relativo a las infracciones graves– el expediente sancionador incoado, de un lado, a una sociedad emisora y su presidente, y a una ESI, por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 100 w) de la LMV –manipulación de mercado– y de otro, a la misma sociedad emisora y su presidente por una infracción muy grave del artículo 99 p) de la LMV –no comunicar operaciones de autocartera–. Se sanciona a la sociedad emisora y a su presidente con multas por importe de 150.000 y 75.000 euros, respectivamente, y a la ESI con multa de 20.000 euros.
(34/14)	<b>Orden Ministerial de 19 de diciembre de 2014</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a dos entidades de crédito (siendo una de ellas sucesora de la otra) por la presunta comisión de dos infracciones muy graves del artículo 99 z) bis de la LMV, por diversos incumplimientos de normas de conducta del mercado de valores. Se declara la responsabilidad de ambas entidades de crédito en la comisión de las dos infracciones sancionándose a la entidad sucesora con multas por importe global de 2.050.000 euros.
(35/14)	<b>Orden Ministerial de 19 de diciembre de 2014</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una ESI por la presunta comisión de dos infracciones muy graves del artículo 99 l) de la LMV, por diversos incumplimientos en materia de requisitos organizativos de las ESI. Se sanciona con multas por importe global de 80.000 euros.

**Relación de sentencias recaídas en recursos contencioso-administrativos (R.C.A.) durante 2014 contra resoluciones en materia de sanciones**

III.3

N.º	Fecha	Tribunal	N.º de R.C.A.	Acto recurrido
1	27/01/2014	Audiencia Nacional	266/2012	Orden MECC 27/02/2012
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministro de Economía y Competitividad de 27 de febrero de 2012, en relación con infracción muy grave del artículo 99 i) de la LMV.				
2	27/01/2014	Audiencia Nacional	350/2011	Orden MEH 25/05/2011
Estima parcialmente el recurso contencioso-administrativo interpuesto contra la Orden del Ministro de Economía y Hacienda de 25 de mayo de 2011, en relación con infracción muy grave del artículo 99 m) de la LMV. Rebaja la sanción.				
3	27/01/2014	Audiencia Nacional	400/2011	Orden MEH 25/05/2011
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministro de Economía y Hacienda de 25 de mayo de 2011, en relación con infracción muy grave del artículo 99 m) de la LMV.				
4	03/02/2014	Audiencia Nacional	103/2013	Resolución MECC 16/04/2013
Confirma la sanción impuesta por Resolución del Consejo de la CNMV de 3 de octubre de 2012, confirmada en alzada por Resolución del Ministerio de Economía y Competitividad de 16 de abril de 2013, en relación con infracción grave del artículo 100 w) de la LMV.				
5	25/02/2014	Audiencia Nacional	402/2011	Orden MEH 25/05/2011
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministro de Economía y Hacienda de 25 de mayo de 2011, en relación con infracción muy grave del artículo 99 m) de la LMV.				
6	17/03/2014	Audiencia Nacional	139/2013	Orden MECC 28/12/2012
Estima parcialmente el recurso contencioso-administrativo interpuesto contra la Orden del Ministro de Economía y Competitividad de 28 de diciembre de 2012, en relación con infracción muy grave del artículo 99 q) bis de la LMV. Rebaja las sanciones.				
7	15/04/2014	Audiencia Nacional	398/2009	Resolución MEH 06/05/2009
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministro de Economía y Hacienda de 18 de julio de 2008, confirmada en reposición por Resolución del mismo Ministerio de 6 de mayo de 2009, en relación con infracción muy grave del artículo 99 ñ) de la LMV.				
8	03/06/2014	Audiencia Nacional	401/2011	Orden MEH 25/05/2011
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministro de Economía y Hacienda de 25 de mayo de 2011, en relación con infracción muy grave del artículo 99 m) de la LMV.				
9	18/06/2014	Audiencia Nacional	694/2011	Resolución MEH 17/10/2011
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministro de Economía y Hacienda de 25 de mayo de 2011, confirmada en reposición por Resolución del mismo Ministerio de 17 de octubre de 2011, en relación con infracción muy grave del artículo 99 m) de la LMV.				
10	28/10/2014	Juzgado Central Contencioso Administrativo n.º 5	623/2013	Orden MECC 13/06/2013
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministro de Economía y Competitividad de 13 de junio de 2013, en relación con infracción muy grave del artículo 99 m) de la LMV.				
11	14/11/2014	Tribunal Supremo	548/2010	Sentencia AN 20/06/2011
Desestima el recurso de casación interpuesto contra la SAN de 20 de junio de 2011, que confirma la sanción impuesta —en relación con infracción muy grave del artículo 99 o) de la LMV— por Orden del Ministro de Economía y Hacienda de 25 de febrero de 2010, confirmada en reposición por Resolución del mismo Ministerio de 15 de junio de 2010.				
12	19/11/2014	Tribunal Supremo	558/2010	Sentencia AN 20/06/2011
Desestima el recurso de casación interpuesto contra la SAN de 20 de junio de 2011, que confirma la sanción impuesta —en relación con infracción muy grave del artículo 99 o) de la LMV— por Orden del Ministro de Economía y Hacienda de 25 de febrero de 2010, confirmada en reposición por Resolución del mismo Ministerio de 15 de junio de 2010.				
13	15/12/2014	Audiencia Nacional	87/2014	Resolución MECC 13/12/2013
Anula la sanción impuesta por Orden del Ministro de Economía y Competitividad de 11 de octubre de 2013, confirmada en reposición por Resolución del mismo Ministerio de 13 de diciembre de 2013, en relación con infracción muy grave del artículo 99 p) de la LMV.				

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Tipo	Regulador	Observaciones
<b>Advertencias de la CNMV sobre entidades no autorizadas</b>				
10/03/2014	MERCXYZ ONE LIMITED ASUNCIÓN GUTIÉRREZ LÓPEZ MARIO ERNESTO RUSSI CASAS WWW.MERCXYZONE-EUROPE.COM	Entidades no autorizadas	CNMV	
28/04/2014	BRUNSWICK CAPITAL NELISSEN ADVISORY S.L.N.E. NELISSEN ADVISORY SOCIETA/DITTA WWW.BRUNSWICKCAPITAL.NET	Entidades no autorizadas	CNMV	
28/04/2014	PLUSCAPITAL FOREX, S.L. WWW.PLUSCAPITALFX.COM OSCAR BELLETE JIMÉNEZ GABRIEL LÓPEZ RAVIRA JUAN ANTONIO ROUSSELOT MEDINA	Entidades no autorizadas	CNMV	
05/05/2014	HUCARO GESTIÓN FINANCIERA Y DESARROLLO PATRIMONIAL, S.L. WWW.HUCAROGESTION.COM CARLOS ADOLFO ORTEGA VALDIVIESO	Entidades no autorizadas	CNMV	
12/05/2014	HPC FOREX TRADING WWW.HPCCORP.COM	Entidades no autorizadas	CNMV	La entidad advertida no tiene ninguna vinculación con la entidad francesa debidamente registrada HPC (número de registro en CNMV 353)
12/05/2014	WWW.COMISIONESBROKER.NET	Entidades no autorizadas	CNMV	
19/05/2014	STOCKS TRADING ONE SPAIN, S.L. JUAN RAMÓN GARCÍA VIDAL	Entidades no autorizadas	CNMV	
19/05/2014	VERSUS WEALTH MANAGEMENT, SARL, SUCURSAL EN ESPAÑA HTTP://VERSUSWM.COM JUAN ANTONIO ROUSSELOT MEDINA	Entidades no autorizadas	CNMV	
26/05/2014	THE OSW PARTNERSHIP	Entidades no autorizadas	CNMV	
26/05/2014	WWW.SAKOFX.CO	Entidades no autorizadas	CNMV	
02/06/2014	BTC INTERNATIONAL GLOBAL MARKETS, S.L. ANTONIO MAYORGAS BERGILLOS HTTP://BTCINTERNATIONAL.NET	Entidades no autorizadas	CNMV	
02/06/2014	DELOREAN FAMILY, S.L.	Entidades no autorizadas	CNMV	
02/06/2014	GESTIÓN, PRODUCTOS Y BOLSA, S.L. (GESPROBOLSA) DAVID CABAILEIRO RODRÍGUEZ JOSÉ RAMÓN CABAILEIRO ÁLVAREZ WWW.GESPROBOLSA.COM	Entidades no autorizadas	CNMV	
09/06/2014	THE CORLISS GROUP WWW.THECORLISSGROUP.COM	Entidades no autorizadas	CNMV	
7/07/2014	EUROPEAN FINANCIAL MARKETS GMBH WWW.EUROPE-FINANCIAL.COM	Entidades no autorizadas	CNMV	
07/07/2014	WORTH UK LIMITED- VENETFX HTTP://VENETFX.COM	Entidades no autorizadas	CNMV	

**Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)**

III.4

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Tipo	Regulador	Observaciones
21/07/2014	LEFROY HUDSON WWW.LEFROY-HUDSON.COM	Entidades no autorizadas	CNMV	
28/07/2014	IBC CAPITAL LIMITED (IBCFX) WWW.IBCFX.COM	Entidades no autorizadas	CNMV	
24/11/2014	MILLARD EQUITY, S.A. MARTIN JUNCHER JENSEN WWW.MILLARDEQUITY.COM	Entidades no autorizadas	CNMV	
19/12/2014	MIGUEL SUÁREZ GARCÍA M.SUAREZ.GARCIA@CNMV-JURÍDICO.ES	Entidades no autorizadas	CNMV	
19/12/2014	DANIEL ARAQUE DANIEL.ARAQUE@CNMV-ES.EU	Entidades no autorizadas	CNMV	
29/12/2014	INVERBIT BINARY OPTIONS, S.L. WWW.INVERBIT.COM JOSÉ ALBERTO CASADO PÉREZ HEIDE ROBERT	Entidades no autorizadas	CNMV	
29/12/2014	STOCKS MARKETS CONSULTING, S.L. GERARDO NAVARRO LOZANO	Entidades no autorizadas	CNMV	
<b>Advertencias al público remitidas a la CNMV por otros reguladores extranjeros</b>				
02/01/2014	AMBER ASSET MANAGEMENT WWW.AMBERASSETMANAGEMENT.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
02/01/2014	WESTBERG EQUITY RESEARCH CORP (WERC) WWW.WERC-ADVISORY.COM WWW.WESTBERGCORP.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
08/01/2014	IOPTION GLOBAL GROUP 2012 LTD. HTTP://WWW.IOPTION.COM	Entidades no autorizadas	CYSEC- CHIPRE	
08/01/2014	HARDEN-KRAUSE PRIVATE EQUITY LTD. WWW.HARDEN-KRAUSE.COM	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
08/01/2014	KANAGAWA ASSOCIATES WWW.KANAGAWA-ASSOCIATES.COM	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
08/01/2014	RAMSEY INVESTMENT PARTNERS WWW.RAMSEYINVESTMENTPARTNERS.COM	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
15/01/2014	BIO-INVESTOR LTD.	Entidades no autorizadas	KNF - POLONIA	
15/01/2014	FOREX	Entidades no autorizadas	AMF - FRANCIA	
15/01/2014	DYMAN ASSOCIATES HTTP://WWW.DYMANASSOCIATES.COM/	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
15/01/2014	ENROXCARD.COM / ROX-PAYMENT LTD.	Entidades no autorizadas	GFSC - GIBRALTAR	Esta publicación no implica una modificación de las posiciones de España en relación con el contencioso sobre el territorio británico de Gibraltar y sobre el carácter local de sus autoridades
15/01/2014	BULLS CAPITAL MARKETS WWW.BULLSCAPITALMARKETS.COM	Entidades no autorizadas	CSSF - LUXEMBURGO	
15/01/2014	LIVE BINARY LTD. WWW.LBINARY.COM	Entidades no autorizadas	CYSEC - CHIPRE	
15/01/2014	SOVEREIGN WEALTH CAPITAL HTTP://SOVEREIGNWEALTHCAPITAL.COM	Entidades no autorizadas	FSAN - NORUEGA	

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Tipo	Regulador	Observaciones
15/01/2014	INTER GLOBAL EQUITY WWW.INTERGLOBALEQUITY.COM	Entidades no autorizadas	FSAN - NORUEGA	
15/01/2014	VESTCOR	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
15/01/2014	JARVIS COHEN ASSOCIATES WWW.JARVISCOHEN.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
15/01/2014	REID & STONE VENTURES WWW.REIDSTONEVENTURES.COM	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
22/01/2014	FOREXTRADA WWW.FOREXTRADA.COM	Entidades no autorizadas	FSMA - BÉLGICA	
22/01/2014	IDELSON GROUP - TAIWAN OPTIONS AND FUTURES EXCHANGE	Entidades no autorizadas	FSMA - BÉLGICA	
22/01/2014	FX TRIDENT 365 LTD. HTTP://WWW.TRIDENTFX.COM	Entidades no autorizadas	CYSEC - CHIPRE	
22/01/2014	BROOKES AND HARGREAVES WWW.BROOKES-HARGREAVES.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
22/01/2014	CHELSEA FINANCIAL WWW.CHELSEAFINANCIAL.ORG	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
22/01/2014	MESIROW FINANCIAL OR MESIROW FINANCIAL INTERNATIONAL UK WWW.MESIROWFINANCIAL.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
22/01/2014	STRATEGIC PRIVATE EQUITY LLC WWW.STRATEGICPE.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
22/01/2014	SUMMERS ASSOCIATES LTD. WWW.SUMMERASSOCIATESLTD.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
22/01/2014	1ST AMERICAN SECURITIES WWW.1STAMERICANSECURITIES.COM WWW.KERSTDIS.NL	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
22/01/2014	CAYMAN ASSET MANAGEMENT WWW.CAYMANASSET.COM	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
22/01/2014	CHARTERHOUSE WEALTH MANAGEMENT WWW.CHARTERHOUSEWEALTHMANAGEMENT.COM	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
22/01/2014	CLAIRMONT CAPITAL PARTNERS WWW.CLAIRMONTCAPITALPARTNERS.COM	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
22/01/2014	SIERRA FINANCE ASSET MANAGEMENT WWW.SIERRAFAM.COM	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
29/01/2014	OPCIONES BINARIAS	Entidades no autorizadas	AMF - FRANCIA	
29/01/2014	ASIA WORLD CAPITAL WWW.ASIAWORLDCAP.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
29/01/2014	REDFORD SECURITIES INTERNATIONAL WWW.REDFORDSECURITIES.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
29/01/2014	FURLOW CAPITAL WWW.FURLOWCAPITAL.COM	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
05/02/2014	SHEARIN GROUP HTTP://SHEARINGROUP.COM/	Entidades no autorizadas	DFSA - DINAMARCA	
05/02/2014	FOREX	Entidades no autorizadas	AMF - FRANCIA	



**Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)**

III.4

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Tipo	Regulador	Observaciones
05/02/2014	AL REEN CAPITAL WWW.ALREENCAPITAL.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
05/02/2014	ALTERNATIVE FINANCIAL INVESTMENTS	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
05/02/2014	DANSKE CAPITAL (CLON DE UNA ENTIDAD AUTORIZADA)	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
05/02/2014	LEDBURY MOORE WWW.LEDBURYMOORE.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
05/02/2014	NOVA PORTFOLIO MANAGEMENT WWW.NOVAMANAGERS.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
05/02/2014	UK RBB BARCLAYS BUSINESS	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
05/02/2014	BAXTER-STANLEY AND ASSOCIATES WWW.BAXTERS-STANLEY.COM	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
05/02/2014	BRONTE FINANCIAL WWW.BRONTEFINANCIAL.COM	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
05/02/2014	THE TUNSTALL GROUP WWW.TUNSTALL-GROUP.COM	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
12/02/2014	CAPITAL TRUST MANAGEMENT WWW.CT-MGMT.COM	Entidades no autorizadas	FMA - AUSTRIA	
12/02/2014	CHRISTIAN FISCHER WWW.INSIDERZERTIFIKAT.NET	Entidades no autorizadas	FMA - AUSTRIA	
12/02/2014	EUROKASSE NEW ZEALAND LIMITED HTTP://WWW.EUROKASSE.COM	Entidades no autorizadas	FMA - AUSTRIA	
12/02/2014	GLOBAL-CONSULTING WWW.GLOBAL-CONSULTING.LU	Entidades no autorizadas	FMA - AUSTRIA	
12/02/2014	NEA EUROPE LIMITED WWW.NEA-EUROPE-LTD.COM	Entidades no autorizadas	FMA - AUSTRIA	
12/02/2014	WINE STREET INVESTMENT MANAGEMENT KYLE ROBERT CAWLEY	Entidades no autorizadas	EI CBI - IRLANDA	
12/02/2014	VENTURA CAPITAL CONSULTANCY SERVICES WWW.VENTURACAPITALCONSULTING.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	La entidad advertida no tiene ninguna vinculación con la entidad debidamente registrada Ventura Capital Markets Limited
12/02/2014	FIRST CATHOLIC FINANCIAL WWW.FIRSTCATHOLICFINANCIAL.COM	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
19/02/2014	HELVETIA WEALTH AG	Entidades no autorizadas	EI CBI - IRLANDA	
19/02/2014	MILLECAPITAUX - PRIVATE & INVESTMENT BANKERS WWW.MILLECAPITAUX.EU	Entidades no autorizadas	CSSF - LUXEMBURGO	
19/02/2014	PALMER SMITH ADVISORS WWW.PALMERSMITHADVISORS.NET	Entidades no autorizadas	CSSF - LUXEMBURGO	
19/02/2014	TUNSTALL GROUP HTTP://WWW.TUNSTALL-GROUP.COM/	Entidades no autorizadas	FSAN - NORUEGA	
19/02/2014	INVESTEC CAPITAL CORPORATION WWW.INVESTECCAPITALCORPINC.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
26/02/2014	PRESTIGE BANQ	Entidades no autorizadas	FSMA - BÉLGICA	

**Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)**

III.4

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Tipo	Regulador	Observaciones
26/02/2014	ABNEY ASSOCIATES HTTP://ABNEYASSOCIATES.COM/	Entidades no autorizadas	DFSA - DINAMARCA	
26/02/2014	DFM ASSET MANAGEMENT HTTP://WWW.DFMASSET.COM/	Entidades no autorizadas	DFSA - DINAMARCA	
26/02/2014	OPCIONES BINARIAS	Entidades no autorizadas	AMF - FRANCIA	
26/02/2014	PRIVATE CAPITAL WWW.PRIVATECAPITALS.COM	Entidades no autorizadas	AMF - FRANCIA	
26/02/2014	MONDIAEN BANKER WWW.MONDIAENBANKER.COM	Entidades no autorizadas	CSSF - LUXEMBURGO	
26/02/2014	ABFX HTTP://WWW.ALPHABETAFOX.COM/	Entidades no autorizadas	MFSA - MALTA	
26/02/2014	MEREX MARKETS HTTP://WWW.MEREXMARKETS.COM/MEREX/	Entidades no autorizadas	MFSA - MALTA	
26/02/2014	HERRINGTON GLOBAL HTTP://HERRINGTON-GLOBAL.COM/	Entidades no autorizadas	FSAN - NORUEGA	
26/02/2014	SHENZHEN COMMODITY EXCHANGE HTTP://WWW.SZCOX.ORG/	Entidades no autorizadas	FSAN - NORUEGA	
26/02/2014	WESTWARD GROUP HTTP://WESTWARDGROUP.COM/INDEX.HTML	Entidades no autorizadas	FSAN - NORUEGA	
26/02/2014	CHINA INTERNATIONAL CORPORATION CAPITAL LIMITED (CICC) WWW.CICC.CN	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	La entidad advertida no tiene ninguna vinculación con la entidad debidamente registrada China International Corporation (UK) Ltd.
26/02/2014	CNB ACQUISITIONS INC. WWW.CNBACQUISITIONS.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
05/03/2014	HZ CAPITAL WWW.HZ-INVESTGROUP.COM	Entidades no autorizadas	CSSF - LUXEMBURGO	
05/03/2014	SPENCER AND RICHARDSON FINANCIAL HTTP://SPENCERRICHARDSONFIN.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
05/03/2014	TOYO SECURITIES WWW.TOYOSEC.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
05/03/2014	HOOVER BRIGHT INDEPENDENT FINANCE ADVISOR WWW.HOOVERBRIGHT.COM	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
05/03/2014	SMO FITZGERALD GLOBAL WWW.SMO-FITZGERALDGLOBAL.COM	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
12/03/2014	VARIOS HOLANDA	Otras advertencias	AFM - PAÍSES BAJOS (HOLANDA)	Préstamos fraudulentos
12/03/2014	TREBOL TRADING LLC WWW.TT-FX.US	Entidades no autorizadas	FSMA - BÉLGICA	
12/03/2014	TOKEN FINANCIAL	Entidades no autorizadas	EI CBI - IRLANDA	
12/03/2014	FXGCM, GLOBAL CAPITAL MARKETS FX LLC HTTP://WWW.FXGCM.COM/	Entidades no autorizadas	MFSA - MALTA	
12/03/2014	VENTURES GP HTTP://WWW.VENTURESGP.COM/	Entidades no autorizadas	FSAN - NORUEGA	

**Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)**

III.4

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Tipo	Regulador	Observaciones
12/03/2014	KNOX SECURITIES CORP WWW.KNOXSC.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
12/03/2014	TL MALLEN. LLC WWW.TLMALLEN.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
12/03/2014	INVESTMENT ASSURANCE CORPORATION WWW.IACINTERNATIONAL.ORG	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
12/03/2014	THE CORLISS GROUP WWW.THECORLISSGROUP.COM	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
19/03/2014	VARIOS FRANCIA	Otras advertencias	AMF - FRANCIA	Inversión en esquemas piramidales
19/03/2014	HTTP://FXTTCM.CO.UK	Entidades no autorizadas	CYSEC - CHIPRE	
19/03/2014	SILICONVALLEY MARKETS LTD. HTTP://TEST.STONE-MARKETS.COM	Entidades no autorizadas	CYSEC - CHIPRE	
19/03/2014	WBLAKE WWW.WBLAKE.NET	Entidades no autorizadas	CSSF - LUXEMBURGO	
19/03/2014	FRONTIER HTTP://FRONTIERFOREX.COM/	Entidades no autorizadas	MFSA - MALTA	
19/03/2014	CONCEPT FUND SOLUTIONS PLC WWW.CONCEPTFUNDSOLUTIONS.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	La entidad advertida no tiene ninguna vinculación con el fondo del mismo nombre que está debidamente registrado
19/03/2014	HERRINGTON GLOBAL AND SHENZHEN COMMODITY EXCHANGE, SZCOX WWW.HERRINGTON-GLOBAL.COM WWW.SZCOX.ORG	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
19/03/2014	LIN WARWICK WWW.LIN-WARWICK.COM	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
26/03/2014	FRONTIERS GROUP INVESTMENT LTD. HTTP://FRONTIERFOREX.COM/	Entidades no autorizadas	CYSEC - CHIPRE	
26/03/2014	MERCURIA TECHNOLOGIES LTD. HTTP://WWW.OPTIONSMARTER.COM	Entidades no autorizadas	CYSEC - CHIPRE	
26/03/2014	HOOVER BRIGHT INDEPENDENT FINANCE ADVISORY WWW.HOOVERBRIGHT.COM	Entidades no autorizadas	AFM - PAÍSES BAJOS (HOLANDA)	
26/03/2014	ASHLAND MERGERS & ACQUISITIONS MANAGEMENT	Entidades no autorizadas	EI CBI - IRLANDA	
26/03/2014	DEVONSHIRE HOLDINGS WWW.DEVONSHIREHOLDINGS.CO.UK	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	La entidad advertida no tiene ninguna vinculación con la entidad debidamente registrada Devonshire Assets Managed Fund PLC
26/03/2014	GLOBAL INTERMEDIATE FINANCE (GIF GROUP) WWW.GIF-GROUP.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
26/03/2014	WEALTH PLANNING SOLUTIONS EUROPE	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
26/03/2014	BLUE RIBBON FINANCIAL WWW.BLUERIBBONFINANCIAL.COM	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	

**Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)**

III.4

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Tipo	Regulador	Observaciones
02/04/2014	WALTERS CAPITAL GROUP	Entidades no autorizadas	EI CBI - IRLANDA	
02/04/2014	CFS PLC WWW.CFSPLC.CO.UK	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
02/04/2014	MORRIS & DAZZ ASSET EVALUATORS LTD. WWW.MDEVALUATORS.COM	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
09/04/2014	FXDEALER HTTP://WWW.FXDEALER.US/	Entidades no autorizadas	MFSA - MALTA	
09/04/2014	SKY FOREX HTTP://WWW.SKYFOREX.ORG.UK/	Entidades no autorizadas	MFSA - MALTA	
09/04/2014	THE WOO GROUP WWW.THEWOOGROUP.COM	Entidades no autorizadas	FSAN - NORUEGA	
09/04/2014	ALLIANCE CAPITAL SECURITIES WWW.ALLIANCECAPITALSECURITIES.COM WWW.ACSECURITIES.CO.UK	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
09/04/2014	KINGSTON FINANCIAL GROUP HTTP://WWW.KINGSTON-FG.COM/	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
09/04/2014	RBC WEALTH MANAGEMENT/ROYAL BANK OF CANADA WEALTH MANAGEMENT	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	La entidad advertida no tiene ninguna vinculación el grupo Royal Bank of Canada (RBC)
09/04/2014	STANFORD CROWN PARTNERS WWW.STANFORDCROWN.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
09/04/2014	ASIAN ACQUISITION OVERSIGHT COMMITTEE WWW.AAOC.JP	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
16/04/2014	BFXOPTION WWW.BFXOPTION.COM	Entidades no autorizadas	FSMA - BÉLGICA	
16/04/2014	TJB TRADING	Entidades no autorizadas	FSMA - BÉLGICA	
16/04/2014	BLACKROCK OFFSHORE BULLION INVESTMENT FUND	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	La entidad advertida no tiene ninguna vinculación con la entidad debidamente registrada Blackrock Fund Managers Limited
16/04/2014	EDWARD EVANS GROUP WWW.EDWARDEVANSGROUP.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
16/04/2014	LSE WEALTH MANAGEMENT INC. WWW.LSEWEALTH.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
16/04/2014	SVS SECURITIES WWW.SVSSECURITIES.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	La entidad advertida no tiene ninguna vinculación con la entidad debidamente registrada SVS Securities PLC
16/04/2014	MORRIS CAPITAL PARTNERS WWW.MORRIS-CAPITAL-PARTNERS.COM	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
23/04/2014	CAPITAL HILL GROUP	Entidades no autorizadas	FSMA - BÉLGICA	
23/04/2014	CENTURY DIRECT GROUP LTD. WWW.CENTURYDIRECTGROUP.COM	Entidades no autorizadas	AFM - PAÍSES BAJOS (HOLANDA)	
23/04/2014	DAVIS WARD & BECK PARTNERS LLC WWW.DWBPARTNERS.COM	Entidades no autorizadas	AFM - PAÍSES BAJOS (HOLANDA)	

**Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)**

III.4

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Tipo	Regulador	Observaciones
23/04/2014	LANSLEY EVERETT AND MOORE LLC WWW.STOCKBRIDGEPARTNERS.COM	Entidades no autorizadas	AFM - PAÍSES BAJOS (HOLANDA)	
23/04/2014	EUROPEAN VENTURES CAPITAL ADVISORS I LONDON WWW.EVCADVISORS.COM	Entidades no autorizadas	FSAN - NORUEGA	
23/04/2014	ASHLAND MERGERS & ACQUISITIONS MANAGEMENT WWW.ASHLANDMERGER.COM	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
23/04/2014	ASIAN FUTURES TRADING GROUP WWW.ASIAN-FTG.COM	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
23/04/2014	BNY MELLON WEALTH MANAGEMENT (CLON)	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	La entidad advertida no tiene ninguna vinculación con la entidad del mismo nombre debidamente registrada en Estados Unidos
23/04/2014	CLEARSKIES GROUP LTD.	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
23/04/2014	GF TRADES WWW.GFTRADES.COM	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
23/04/2014	NELTOM LTD.	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
23/04/2014	OFFSHORE SECURITIES ACQUISITIONS COMMISSION WWW.OSEACO.COM	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
23/04/2014	UNIVERSAL FINANCE BANK	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
30/04/2014	NIIGATA GLOBAL HTTP://NIIGATAGLOBAL.COM/	Entidades no autorizadas	DFSA - DINAMARCA	
30/04/2014	WILKINS CAPITAL GROUP	Entidades no autorizadas	EI CBI - IRLANDA	
30/04/2014	BNY MELLON WEALTH MANAGEMENT (CLON)	Entidades no autorizadas	FSAN - NORUEGA	La entidad advertida no tiene ninguna vinculación con la entidad del mismo nombre debidamente registrada en Estados Unido
30/04/2014	NEILSON CAPITAL HTTP://NEILSONCAPITAL.COM/INDEX.HTML	Entidades no autorizadas	FSAN - NORUEGA	
30/04/2014	ING BANK N.V (CLON)	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	La entidad advertida no tiene ninguna vinculación con la entidad del mismo nombre que está debidamente registrada
07/05/2014	AXA INVESTMENT MANAGERS (CLON)	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	La entidad advertida no tiene ninguna vinculación con la entidad debidamente registrada y autorizada Axa Investment Managers UK Ltd.
07/05/2014	GETBUCKS INVEST GMBH	Entidades no autorizadas	CSSF - LUXEMBURGO	
07/05/2014	STENSLAND PENSJON OG FINANS ANS WWW.STENSLAND.CZ	Entidades no autorizadas	CNB - REPÚBLICA CHECA	
14/05/2014	HTTP://WWW.CALLANDPUT.COM	Entidades no autorizadas	CYSEC - CHIPRE	

**Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)**

III.4

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Tipo	Regulador	Observaciones
14/05/2014	BARON GROUP LTD. WWW.BARONGROUPLIMITED.COM WWW.BARONGROUPLTD.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
14/05/2014	BNY MELLON WEALTH MANAGEMENT (CLON) WWW.BNYMELLON.COM/WEALTHMANAGEMENT	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	La entidad advertida no tiene ninguna vinculación con la entidad del mismo nombre debidamente registrada en Estados Unidos
21/05/2014	GLOBAL GEGR WWW.GLOBAL-GEGR.CO.UK	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
21/05/2014	CAL THERM CO. PRIVATE EQUITY LLC WWW.CAL THERMCO.COM	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
21/05/2014	COMMITTEE OF REGULATION AND LIQUIDATION ON PRIVATE VENTURES	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
28/05/2014	FOREX	Entidades no autorizadas	AMF - FRANCIA	
28/05/2014	OPCIONES BINARIAS	Entidades no autorizadas	AMF - FRANCIA	
28/05/2014	CHEYNEY GROUP	Entidades no autorizadas	GFSC - GIBRALTAR	Esta publicación no implica una modificación de las posiciones de España en relación con el contencioso sobre el territorio británico de Gibraltar y sobre el carácter local de sus autoridades
28/05/2014	ARIAD FINANCIAL SERVICES	Entidades no autorizadas	AFM - PAÍSES BAJOS (HOLANDA)	
28/05/2014	HARRISON & BRADLEY FINANCIAL HTTP://HARRISONBRADLEYFINANCIALGROUP.COM/	Entidades no autorizadas	FSAN - NORUEGA	
28/05/2014	ARIS UK ADVISORY WWW.UK-ADVISORY.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	La entidad advertida no tiene ninguna vinculación con la entidad debidamente registrada Aris Management GMBH
28/05/2014	CP BROKERS WWW.CPBROKERS.CO.UK	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	La entidad advertida no tiene ninguna vinculación con la entidad debidamente registrada CP Brokers SP. Z.O.O.
28/05/2014	HARTFORD GROUP INTERNATIONAL WWW.HARTFORDGROUPINTERNATIONAL.ORG	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
28/05/2014	LUKAS KANTOR SECURITIES WWW.LKSECURITIES.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	La entidad advertida no tiene ninguna vinculación con la entidad debidamente registrada Lukas Kantor
28/05/2014	PREMIER MERGERS AND ACQUISITIONS	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
28/05/2014	SCOTT THOMAS WEALTH ADVISORY WWW.SCOTTTHOMAS.NET	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
28/05/2014	CHEYNEY GROUP WWW.CHEYNEYGROUP.COM	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
11/06/2014	LINGOLD.COM S.A.	Entidades no autorizadas	AMF - FRANCIA	

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Tipo	Regulador	Observaciones
11/06/2014	TJB TRADING HTTP://TJBTRADING.COM	Entidades no autorizadas	CSSF - LUXEMBURGO	
11/06/2014	AMERICAN FIRST CITY CORPORATION WWW.AMERICANFIRSTCITYCORP.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
11/06/2014	ASSIPRIME EURO BROKERING (CLON)	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	La entidad advertida no tiene ninguna vinculación con la entidad debidamente registrada Assiprime Euro Brokering SRL
11/06/2014	BROCK HARTWICK WWW.BROCK-HARTWICK.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
11/06/2014	HAMILTON CARTER INTERNATIONAL COMMODITIES	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
11/06/2014	LONDON PRESTIGE CAPITAL LIMITED WWW.LONDONPRESTIGECAPITAL.CO.UK	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
11/06/2014	TAXWISE CONSULTANTS / FINANCIAL COMPENSATION AUTHORITY WWW.GOV.FINCA.US HTTP://WWW.TAXWISE.ORG/INDEX.PHP	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
18/06/2014	CHANGSHENG ASSOCIATES	Entidades no autorizadas	FSMA - BÉLGICA	
18/06/2014	GENKAI SECURITIES	Entidades no autorizadas	FSMA - BÉLGICA	
18/06/2014	COMLIFE INVESTMENTS LTD. HTTP://WWW.COMLIFEINVESTMENTS.COM/	Entidades no autorizadas	CYSEC - CHIPRE	
18/06/2014	HTTP://WWW.5MARKETS.COM	Entidades no autorizadas	CYSEC - CHIPRE	
18/06/2014	WM BORMLA HTTP://WWW.WMBORMLA.EU/SECURE/	Entidades no autorizadas	MFSA - MALTA	
18/06/2014	CMBS PORTFOLIO WWW.CMBS-PORTFOLIO.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
18/06/2014	HEWLETT PARTNERS LIMITED WWW.HEWLETPARTNERS.COM WWW.HEWLETPARTNERSLIMITED.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
18/06/2014	PL SECURITIES WWW.PL-SECURITIES.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
18/06/2014	SETH COHEN LLP WWW.SETHCOHEN.US	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
18/06/2014	ELLIOTT ASSOCIATES WWW.ELLIOTT-ASSOCIATES.COM	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
25/06/2014	BDB SERVICES LTD. HTTPS://WWW.AUSTRALIA.BANCDEBINARY.COM HTTPS://WWW.BBINARY.COM	Entidades no autorizadas	CYSEC - CHIPRE	
25/06/2014	OPCIONES BINARIAS	Entidades no autorizadas	AMF - FRANCIA	
25/06/2014	ONLINE BINARY OPTIONS TRADING PLATFORMS	Entidades no autorizadas	GFSC - GIBRALTAR	Esta publicación no implica una modificación de las posiciones de España en relación con el contencioso sobre el territorio británico de Gibraltar y sobre el carácter local de sus autoridades

**Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)**

III.4

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Tipo	Regulador	Observaciones
25/06/2014	RECLAIM LIMITED - BOGUS LIQUIDATORS	Entidades no autorizadas	GFSC - GIBRALTAR	Esta publicación no implica una modificación de las posiciones de España en relación con el contencioso sobre el territorio británico de Gibraltar y sobre el carácter local de sus autoridades
25/06/2014	THE CATHFORD GROUP	Entidades no autorizadas	GFSC - GIBRALTAR	Esta publicación no implica una modificación de las posiciones de España en relación con el contencioso sobre el territorio británico de Gibraltar y sobre el carácter local de sus autoridades
25/06/2014	FOREX BROKER INC. OR NOBLE SERVICES LIMITED HTTP://WWW.FOREXBROKERINC.COM/	Entidades no autorizadas	MFSA - MALTA	
25/06/2014	FOREX CLUB OR FOREX CLUB INTERNATIONAL LIMITED HTTP://CONSULTORFINANCIERO.WIX.COM/FXDD-EDIPOPINHEIROMACHADO	Entidades no autorizadas	MFSA - MALTA	
25/06/2014	VELARDA FOREX, VELARDA MARKETS OR VELARDA HTTP://VELARDA.COM/	Entidades no autorizadas	MFSA - MALTA	
25/06/2014	NDD BROKER HTTP://WWW.NDDBROKER.COM/	Entidades no autorizadas	MFSA - MALTA	
25/06/2014	STRATEGIC GLOBAL EQUITY HTTP://SGEWEB.COM/CONTACTS.HTML	Entidades no autorizadas	FSAN - NORUEGA	
25/06/2014	SIERRA FINANCE ASSET MANAGEMENT HTTP://SIERRAFAM.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
02/07/2014	CONNOR SIMMONS GROUP	Entidades no autorizadas	EI CBI - IRLANDA	
02/07/2014	STEALTH TAKEOVERS	Entidades no autorizadas	EI CBI - IRLANDA	
02/07/2014	KNIGHTSBRIDGE MANAGEMENT INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT (CLON) WWW.KMI-AM.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	La entidad advertida no tiene ninguna vinculación con la entidad debidamente registrada Knightsbridge Management International SRO
02/07/2014	RIMAS RISK MANAGEMENT SERVICE (CLON)	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	La entidad advertida no tiene ninguna vinculación con la entidad debidamente registrada Rimas Risk Management Service SRL
02/07/2014	ARIES VENTURES INC. WWW.ARIESVENTURESINC.COM	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
02/07/2014	THE BEACON HILL REGULATORY TRADE COMMISSION	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
09/07/2014	24 TRADE LTD.	Entidades no autorizadas	BFSC - BULGARIA	
09/07/2014	INVESTORS LTD.	Entidades no autorizadas	BFSC - BULGARIA	
09/07/2014	OPCIONES BINARIAS	Entidades no autorizadas	AMF - FRANCIA	



**Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)**

III.4

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Tipo	Regulador	Observaciones
09/07/2014	VARIOS FRANCIA	Otras advertencias	AMF - FRANCIA	Personas que se hacen pasar por empleados del supervisor francés
09/07/2014	VANTAGE CAPITAL RESEARCH WWW.VANTAGECAPITALRESEARCH.COM	Entidades no autorizadas	FSAN - NORUEGA	
09/07/2014	ASIATIC ASSOCIATES / ASIATIC ACQUISITIONS WWW.ASIATICACQ.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
09/07/2014	EAGLE COMMERCE GROUP WWW.EAGLECOMMERCEGROUP.NET	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
09/07/2014	HARGREAVE HALE (CLON) WWW.HARGREAVEH-ALE.CO.UK	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	La entidad advertida no tiene ninguna vinculación con la entidad debidamente registrada Hargreave Hale Limited
09/07/2014	LANSLEY EVERETT AND MOORE LLC WWW.LANSLEYEVERETTMOORE.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
09/07/2014	LK ADVISORS (CLON) WWW.LKSECURITIES.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	La entidad advertida no tiene ninguna vinculación con la entidad debidamente registrada LK Advisers Limited
16/07/2014	HTTPS://WWW.EUROBONDFX.COM	Entidades no autorizadas	CYSEC - CHIPRE	
16/07/2014	BROCK HARTWICK	Entidades no autorizadas	EI CBI - IRLANDA	
16/07/2014	CLARION EQUITY MANAGEMENT	Entidades no autorizadas	EI CBI - IRLANDA	
16/07/2014	THUNGEN FINANCIAL WWW.THUNGENFINANCIAL.COM	Entidades no autorizadas	CSSF - LUXEMBURGO	
16/07/2014	SPRINGER ASSET MANAGEMENT	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
16/07/2014	VARIOS GIBRALTAR	Otras advertencias	GFSC - GIBRALTAR	Personas que se hacen pasar por empleados de la entidad autorizada Jyske Bank (Gibraltar) Limited
23/07/2014	FOREXTRADITION LTD. HTTPS://WWW.FOREXTRADITION.COM	Entidades no autorizadas	CYSEC - CHIPRE	
23/07/2014	MATHESON WANG GROUP	Entidades no autorizadas	AFM - PAÍSES BAJOS (HOLANDA)	
23/07/2014	HOPLER GLOBAL INVESTMENT GROUP	Entidades no autorizadas	EI CBI - IRLANDA	
23/07/2014	FUTURMARKET WWW.FUTURMARKET.COM	Entidades no autorizadas	CSSF - LUXEMBURGO	
23/07/2014	ROYAL DE BANK WWW.ROYALDEBANK.COM	Entidades no autorizadas	CSSF - LUXEMBURGO	
30/07/2014	INTER GLOBAL EQUITY	Entidades no autorizadas	FSMA - BÉLGICA	
30/07/2014	HERRINGTON GLOBAL	Entidades no autorizadas	FSMA - BÉLGICA	
30/07/2014	META CAPITAL PARTNERS LTD.	Entidades no autorizadas	FSMA - BÉLGICA	

**Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)**

III.4

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Tipo	Regulador	Observaciones
30/07/2014	SIGMA CAPITAL ADVISORS	Entidades no autorizadas	FSMA - BÉLGICA	
30/07/2014	RIDGEWOOD SECURITIES	Entidades no autorizadas	FSMA - BÉLGICA	
30/07/2014	OPCIONES BINARIAS	Entidades no autorizadas	FSMA - BÉLGICA	
30/07/2014	DEALERWEB LTD.	Entidades no autorizadas	BFSC - BULGARIA	
30/07/2014	WORTH LTD. HTTP://VENETFX.COM	Entidades no autorizadas	SSMA - ESLOVENIA	
30/07/2014	THUNGEN FINANCIAL	Entidades no autorizadas	EI CBI - IRLANDA	
30/07/2014	VANTAGE CAPITAL RESEARCH WWW.VANTAGECAPITALRESEARCH.COM	Entidades no autorizadas	FSAN - NORUEGA	
30/07/2014	WORLD FINANCIAL INSTITUTIONS WWW.WORLDFINANCIALINSTITUTIONS.COM	Entidades no autorizadas	FSAN - NORUEGA	
30/07/2014	ALTERNATIVE BRIDGING CORPORATION (CLON)	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	La entidad advertida no tiene ninguna vinculación con la entidad debidamente registrada Alternative Bridging Corporation (Cheval) Limited
27/08/2014	ISLANDBAY SERVICES LTD. (BROKER CAPITAL)	Entidades no autorizadas	BFSC - BULGARIA	
27/08/2014	T.B.S.F. BEST STRATEGY FINANCE LTD. HTTPS://WWW.REGALOPTIONS.COM	Entidades no autorizadas	CYSEC - CHIPRE	
27/08/2014	CHELESTRA LTD. HTTPS://WWW.LBINARY.COM	Entidades no autorizadas	CYSEC - CHIPRE	
27/08/2014	GREEN SEED CAPITAL WWW.GREENSEEDCAPITAL.COM	Entidades no autorizadas	DFSA - DINAMARCA	
27/08/2014	ASIAN FUTURES TRADING GROUP	Entidades no autorizadas	EI CBI - IRLANDA	
27/08/2014	CITYSTATE CONSULTING CO.	Entidades no autorizadas	EI CBI - IRLANDA	
27/08/2014	HUNT ACQUISITION GROUP	Entidades no autorizadas	EI CBI - IRLANDA	
27/08/2014	BENISON ASSET MANAGEMENT WWW.BENISONAM.COM	Entidades no autorizadas	FSAN - NORUEGA	
27/08/2014	ELLIOTT ASSOCIATES WWW.ELLIOTT-ASSOCIATES.COM	Entidades no autorizadas	FSAN - NORUEGA	
27/08/2014	ATLANTIC MUTUAL INT LTD. WWW.ATLANTICMUTUAL-INT.CO.UK	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
27/08/2014	CAPITAL MERGERS AND ACQUISITIONS WWW.CAPITALMAJP.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
27/08/2014	DCI FUND MANAGERS IRELAND PLC WWW.DCIFUNDS.CO.UK	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
27/08/2014	DCI FUNDS PLC (CLON) WWW.DCIFUNDS.CO.UK	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	La entidad advertida no tiene ninguna vinculación con la entidad debidamente registrada DCI Umbrella Funds PLC

**Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)**

III.4

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Tipo	Regulador	Observaciones
27/08/2014	WILLOW AND BLACK WWW.WILLOWBLACK.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
27/08/2014	CLIFTON CAPITAL PARTNERS LLC	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
03/09/2014	OPCIONES BINARIAS	Entidades no autorizadas	FSMA - BÉLGICA	
03/09/2014	RSM & RB FINANCE AL WWW.RSMRB-FINANCE.ORG	Entidades no autorizadas	CSSF - LUXEMBURGO	
03/09/2014	WORLD TRADE CONSORTIUM WWW.WORLD-TRADE-CONSORTIUM.COM	Entidades no autorizadas	CSSF - LUXEMBURGO	
03/09/2014	FINEXTEN TRANSITION - FINEXTEN SICAV PLC.	Entidades no autorizadas	MFSA - MALTA	
03/09/2014	DEACON CORPORATE GROUP WWW.DCGROUPCONSULT.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
03/09/2014	HEXAGON CAPITAL MANAGEMENT WWW.HEXAGONCAPITALMANAGEMENT.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
03/09/2014	KEE GLOBAL CORP WWW.KEEGLOBALCORP.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
03/09/2014	MARCUS KPO SERVICES LLC WWW.MARCUSKPO.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
03/09/2014	MITSUBISHI UFJ FINANCIAL GROUP INC. (CLON)	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	La entidad advertida no tiene ninguna vinculación con la entidad debidamente registrada del mismo nombre
03/09/2014	WALTERS CAPITAL GROUP WWW.WALTERSCAP.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
03/09/2014	GLACIER BAY CAPITAL LLC WWW.GBCAP.COM	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
03/09/2014	MURRAY & VINCENT LAW GROUP WWW.MVLAWGRP.COM	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
03/09/2014	MYERS AND BAKER ASSOCIATES	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
03/09/2014	PARLEY ACQUISITION GROUP	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
03/09/2014	STRATFORD PRIVATE EQUITY PLC	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
10/09/2014	GREEN SEED CAPITAL WWW.GREENSEEDCAPITAL.COM	Entidades no autorizadas	AFM - PAÍSES BAJOS (HOLANDA)	
10/09/2014	JAMES DOYLE WWW.JAMES-DOYLE.COM	Entidades no autorizadas	CSSF - LUXEMBURGO	
10/09/2014	GOLDMAN SHAKS (PVT) LTD.	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
17/09/2014	S.C. BINARY FLOOR ONLINE LTD. WWW.BINARYFLOOR.COM	Entidades no autorizadas	CYSEC - CHIPRE	
17/09/2014	TCL ASSOCIATES WWW.TCLASSOCIATES.COM	Entidades no autorizadas	DFSA - DINAMARCA	

**Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)**

III.4

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Tipo	Regulador	Observaciones
17/09/2014	BROOKMORE PARTNERS WWW.BROOKMOORE.CO.UK WWW.BROOKMOOREASSOCIATES.COM WWW.BROOKMOREPARTNERS.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
17/09/2014	CARRINGTON GROUP LLC	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
17/09/2014	COMMODITIES LINKS WWW.COMMODITIESLINK.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
17/09/2014	DRUMMONDS INITIATIVES HTTP://WWW.DRUMMONDSINITIATIVES.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
17/09/2014	GE SHAW MANAGEMENT GROUP WWW.GESHAWGROUP.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
17/09/2014	JACOB JOHNSON CONSULTANCY	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
17/09/2014	SMITH AND STANLEY CORPORATE CONSULTANTS WWW.SMITHSTANLEYCONSULTANTS.COM WWW.SMITHSTANLEY.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
17/09/2014	SPRINGER ASSET MANAGEMENT HTTP://WWW.SPRINGERAM.COM/	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
24/09/2014	GENKAI SECURITIES HTTP://WWW.GENKAI.SECURITIES.COM/SERVICES.HTML	Entidades no autorizadas	DFSA - DINAMARCA	
24/09/2014	EUROASIAN RAIL SKYWAY SYSTEMS LTD.	Entidades no autorizadas	LSC - LITUANIA	
24/09/2014	BROOKE POINT LIMITED / BROKE POINT LIMITED WWW.WAINWRIGHTCORPORATE.COM WWW.WAINWRIGHTFINANCE.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
24/09/2014	GRIFFIN ADVISORS LIMITED WWW.GRIFFINADVISORS LTD.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
24/09/2014	HIRSCHE PRIVATE ASSET MANAGEMENT LTD. WWW.HIRSCHE.CO.UK	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
24/09/2014	HUDSON COE & ASSOCIATES, LLC. WWW.HUDSONCOE.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
24/09/2014	MARTIN KESSLER (CLON)	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	La entidad advertida no tiene ninguna vinculación con la entidad debidamente registrada del mismo nombre.
24/09/2014	RT OWENS & ASSOCIATES, LLC WWW.ROWENS.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
24/09/2014	WATTS CORPORATE SERVICES LLC WWW.WATTSCS.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
24/09/2014	WB GLOBAL STRATEGIC ASSET MANAGEMENT WWW.WBGLOBAL.NET	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
01/10/2014	KENT HUGHES & CO. WWW.KENTHUGHES.COM/	Entidades no autorizadas	DFSA - DINAMARCA	
01/10/2014	OPCIONES BINARIAS	Entidades no autorizadas	AMF - FRANCIA	
01/10/2014	AEGEAN TOURISTIC REAL ESTATE R.E.I.C. HTTP://AEGEANREIC.GR	Entidades no autorizadas	HCMC - GRECIA	

**Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)**

III.4

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Tipo	Regulador	Observaciones
01/10/2014	G-REIC ENERGY REAL ESTATE R.E.I.C. HTTP://GRREIC.GR	Entidades no autorizadas	HCMC - GRECIA	
01/10/2014	VOLCKER CAPITAL MANAGEMENT HTTP://VOLCKERCAPITAL.COM	Entidades no autorizadas	HCMC - GRECIA	
01/10/2014	INTERNATIONAL CAPITAL MARKETS WWW.INTERNATIONALCAPITALMARKETS.COM	Entidades no autorizadas	AFM - PAÍSES BAJOS (HOLANDA)	
01/10/2014	LUXEMBOURG FUTURES COMMODITIES OPTIONS TRADING AUTHORITY WWW.LFCOTA.ORG	Entidades no autorizadas	CSSF - LUXEMBURGO	
01/10/2014	DEAN FOSTER ASSOCIATES	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
01/10/2014	ROBINSON CAPITAL PARTNERS ROBINSONCAPITALPARTNERS.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
01/10/2014	VANTAGE POINT LLC VPOINTLLC.COM WWW.VPOINTLIA.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
01/10/2014	DUPONT FINANCIAL/DUPONT FX/DP GLOBAL SERVICES LTD. (CLON) WWW.DUPONTFX.COM	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
01/10/2014	AURA MERGERS & ACQUISITIONS WWW.GEMADM.ORG GLOBAL EQUITIES MARKET ADMINISTRATION	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
01/10/2014	HARRISON & BRADLEY FINANCIAL GROUP WWW.HARRISONBRADLEYFINANCIALGROUP.COM	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
08/10/2014	LARNACA FINANS LTD. HTTP://WWW.GKFX.COM/LARNACA	Entidades no autorizadas	CYSEC - CHIPRE	
08/10/2014	VENTURES GB WWW.VENTURESGB.COM	Entidades no autorizadas	DFSA - DINAMARCA	
08/10/2014	FOREX MMCIS GROUP HTTPS://FOREX-MMCIS.COM/	Entidades no autorizadas	MFSA - MALTA	
08/10/2014	BOYD CLARK RESOURCE CAPITAL SOLUTIONS WWW.BCRCS.COM	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
08/10/2014	VANTAGE HOLDINGS GROUP LTD. WWW.VANTAGEHOLDINGSGROUP.COM	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	
08/10/2014	ALLIANCE PRIVATE EQUITY LLP WWW.ALLIANCEPE.US	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
08/10/2014	KIYOSE MERGERS WWW.KIYOSEMERGERS.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
08/10/2014	MTR GLOBAL WWW.MTRGLOBAL.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
08/10/2014	PARETO SECURITIES (CLON)	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	La entidad advertida no tiene ninguna vinculación con la entidad debidamente registrada Pareto Securities Limited
15/10/2014	GEN EQUITIES (IRELAND AND SWITZERLAND)	Entidades no autorizadas	EI CBI - IRLANDA	
15/10/2014	NIPPORI GROUP WWW.NIPPORIGROUP.COM	Entidades no autorizadas	SFSA - SUECIA	

**Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)**

III.4

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Tipo	Regulador	Observaciones
22/10/2014	MR WAYNE GARRAWAY	Entidades no autorizadas	JFSC - JERSEY	
22/10/2014	AVA CAPITAL MANAGEMENT WWW.AVACAPITALMANAGEMENT.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
22/10/2014	FAST LINE LEGAL SERVICES WWW.FASTLINELEGAL.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
22/10/2014	GILMOORE FINANCIAL INC. WWW.GILMOORE-FINANCE.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
22/10/2014	INTERNATIONAL MERGERS AND ACQUISITIONS BOARD OF JAPAN WWW.IMABJP.ORG	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
22/10/2014	RED LEVEL ENTERPRISES LIMITED (CLON) WWW.REDLEVELENTERPRISES.CO.UK	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	La entidad advertida no tiene ninguna vinculación con la entidad debidamente registrada del mismo nombre
22/10/2014	SCHWARZ OLIVER THOMAS (CLON) HTTP://WWW.SCHWARZOLIVERTHOMAS.COM/	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	La entidad advertida no tiene ninguna vinculación con la entidad debidamente registrada del mismo nombre
22/10/2014	SMITH AND JACOBS WWW.SMITHANDJACOBS.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
29/10/2014	TRADERXP LTD.	Entidades no autorizadas	BFSC - BULGARIA	
29/10/2014	LIVEFX TRADER HTTP://WWW.DIONLIVEFX.COM/INDEX.HTML	Entidades no autorizadas	CYSEC - CHIPRE	
29/10/2014	CAC INVEST	Entidades no autorizadas	AMF - FRANCIA	
29/10/2014	NOVA NORDIC LIMITED / NORDELIC-PARTNERS.COM	Entidades no autorizadas	GFSC - GIBRALTAR	Esta publicación no implica una modificación de las posiciones de España en relación con el contencioso sobre el territorio británico de Gibraltar y sobre el carácter local de sus autoridades
29/10/2014	GRANADA CAPITAL HTTP://WWW.GRANADACAPITAL.COM/INDEX.HTML	Entidades no autorizadas	FSAN - NORUEGA	
29/10/2014	NORVELL ASSOCIATES HTTP://NORVELLASSOCIATES.COM	Entidades no autorizadas	FSAN - NORUEGA	
29/10/2014	ASIAN DIRECT CAPITAL MANAGEMENT WWW.ASIANDIRECTCAPITALMANAGEMENT.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
29/10/2014	BURTON CAPITAL PARTNERS WWW.BURTONCAPITALPARTNERS.COM WWW.BCP.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
29/10/2014	CROWN CAPITAL MANAGEMENT WWW.CROWNCAPITALMANAGEMENT.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
29/10/2014	HOULIHAN LOKEY (CLON)	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	La entidad advertida no tiene ninguna vinculación con la entidad debidamente registrada del mismo nombre

**Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)**

III.4

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Tipo	Regulador	Observaciones
12/11/2014	BLACKROCK WEALTH (CLON) WWW.BLACKROCK-WEALTH.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	La entidad advertida no tiene ninguna vinculación con la entidad debidamente registrada Blackrock Fund Managers Limited
12/11/2014	KINGSLEY ASSET MANAGEMENT (CLON) WWW.KAM6FX.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	La entidad advertida no tiene ninguna vinculación con la entidad debidamente registrada Kingsley Asset Management (Global) LLP
12/11/2014	PRITCHARD STOCKBROKERS LIMITED (CLON) HTTP://WWW.PSIMAGE.COM/	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	La entidad advertida no tiene ninguna vinculación con la entidad debidamente registrada del mismo nombre
12/11/2014	TAITO SECURITIES GROUP WWW.TAITOSEC.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
19/11/2014	ZENITH CAPITAL VENTURES	Entidades no autorizadas	EI CBI - IRLANDA	
19/11/2014	ABERDEEN TRUST WWW.ABERDEENTRUST.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
19/11/2014	CROWN GROUP FUNDS UCITS PLC (CLON) WWW.CROWNINVESTMENTFUND.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	La entidad advertida no tiene ninguna vinculación con la entidad debidamente registrada del mismo nombre
26/11/2014	ASSETS CREDIT UNION	Entidades no autorizadas	FSMA - BÉLGICA	
26/11/2014	TELETRADE BULGARIA EOOD	Entidades no autorizadas	BFSC - BULGARIA	
26/11/2014	PHOENIX MERGERS AND ACQUISITIONS	Entidades no autorizadas	EI CBI - IRLANDA	
26/11/2014	MIYAKO MERGERS & ACQUISITIONS	Entidades no autorizadas	EI CBI - IRLANDA	
26/11/2014	AEGIS ACQUISITION CORPORATION WWW.AEGISACQUISITIONCORP.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
26/11/2014	CASTLEWOOD CORPORATE PARTNERS WWW.CASTLEWOODCORPORATEPARTNERS.NET	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
03/12/2014	CC WEALTH LTD. WWW.CCWEALTHLTD.COM	Entidades no autorizadas	AFM - PAÍSES BAJOS (HOLANDA)	
03/12/2014	Q ASIA PACIFIC WWW.QASIAPACIFIC.COM	Entidades no autorizadas	AFM - PAÍSES BAJOS (HOLANDA)	
03/12/2014	TRADING LONDON INVESTMENT WWW.TRADING-LONDON-INVESTMENT.COM	Entidades no autorizadas	AFM - PAÍSES BAJOS (HOLANDA)	
03/12/2014	CAPITAL MERGERS & ACQUISITIONS	Entidades no autorizadas	EI CBI - IRLANDA	
03/12/2014	AMG-CLIENTS S.A. WWW.AMG-CLIENTS.COM	Entidades no autorizadas	CSSF - LUXEMBURGO	

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Tipo	Regulador	Observaciones
03/12/2014	INGLEDEW TRADING	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
10/12/2014	TRADECORP-PARTNERS.COM	Entidades no autorizadas	GFSC - GIBRALTAR	Esta publicación no implica una modificación de las posiciones de España en relación con el contencioso sobre el territorio británico de Gibraltar y sobre el carácter local de sus autoridades
10/12/2014	HOYA PARTNERS WWW.HOYA-JP.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
10/12/2014	WEST CAPITAL PARTNERS INC. WWW.WESTCAPITALINC.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
10/12/2014	WINDLOW GROUP WWW.WINDLOWGROUP.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	
17/12/2014	BURTON FINANCIAL PLANNERS	Entidades no autorizadas	FSMA - BÉLGICA	
17/12/2014	EURO ASIA INVEST	Entidades no autorizadas	FSMA - BÉLGICA	
17/12/2014	EXCEL MANAGEMENT	Entidades no autorizadas	FSMA - BÉLGICA	
17/12/2014	GEMASIA INVESTMENTS CORPORATION	Entidades no autorizadas	FSMA - BÉLGICA	
17/12/2014	GREEN SEED CAPITAL AND CDH INVESTMENTS	Entidades no autorizadas	FSMA - BÉLGICA	
17/12/2014	UNITED GLOBAL TRADING	Entidades no autorizadas	FSMA - BÉLGICA	
17/12/2014	OPCIONES BINARIAS	Entidades no autorizadas	GFSC - GIBRALTAR	Esta publicación no implica una modificación de las posiciones de España en relación con el contencioso sobre el territorio británico de Gibraltar y sobre el carácter local de sus autoridades
17/12/2014	ACA GROUP LIMITED	Entidades no autorizadas	EI CBI - IRLANDA	
17/12/2014	VANTAGE HOLDINGS GROUP LIMITED	Entidades no autorizadas	EI CBI - IRLANDA	
17/12/2014	BALMORAL INTERNATIONAL GROUP HTTP://BALMORALINTERNATIONALGROUP.NET	Entidades no autorizadas	CSSF - LUXEMBURGO	
17/12/2014	JEFFREY BROTHERS CAPITAL HTTP://JEFFREY-BROTHERS-CAPITAL.COM/	Entidades no autorizadas	FSAN - NORUEGA	
17/12/2014	APOLLO MULTI ASSET MANAGEMENT LLP (CLON) WWW.APOLLOMULTIASSETINVEST.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	La entidad advertida no tiene ninguna vinculación con la entidad debidamente registrada del mismo nombre
17/12/2014	ARTEMIS FUND MANAGERS (CLON) WWW.ARTEMISFUNDMANAGERS.COM	Entidades no autorizadas	FCA - REINO UNIDO	La entidad advertida no tiene ninguna vinculación con la entidad debidamente registrada Artemis Fund Managers Limited
17/12/2014	MOSS SECURITIES	Entidades no autorizadas	FSMA - BÉLGICA	



**Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)**

III.4

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Tipo	Regulador	Observaciones
<b>Otras advertencias al público remitidas por reguladores extranjeros</b>				
12/03/2014	VARIOS HOLANDA	Otras advertencias	AFM - PAÍSES BAJOS (HOLANDA)	Préstamos fraudulentos
19/03/2014	VARIOS FRANCIA	Otras advertencias	AMF - FRANCIA	Inversión en esquemas piramidales
09/07/2014	VARIOS FRANCIA	Otras advertencias	AMF - FRANCIA	Personas que se hacen pasar por empleados del supervisor francés
16/07/2014	VARIOS GIBRALTAR	Otras advertencias	GFSC- GIBRALTAR	Personas que se hacen pasar por empleados de la entidad autorizada Jyske Bank (Gibraltar) Limited



## A Legislación española

### A.1 Comisión Nacional del Mercado Valores

**Resolución de 12 de marzo de 2014**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica el anexo I de la Resolución de 16 de noviembre de 2011, por la que se crea y regula el Registro Electrónico de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Esta resolución modifica el anexo I de la Resolución de 16 de noviembre de 2011, de la CNMV, por la que se crea y regula el Registro Electrónico de la CNMV, con el fin de incorporar cuatro nuevos trámites relativos a:

- Información periódica de fondos de activos bancarios (FAB).
- Reclamaciones colectivas de inversores (REC).
- Alegaciones de entidades reclamadas por inversores (ALR).
- Características de *warrants* agrupados en una emisión (WAR).

**Acuerdo de 23 de julio de 2014 y Acuerdo de 22 de octubre de 2014**, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre delegación de competencias.

En virtud de estos acuerdos y de conformidad con lo previsto en el artículo 18 de la Ley del Mercado de Valores y el artículo 13 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común, en relación con la delegación de competencias, el Consejo de la CNMV acuerda determinadas delegaciones de competencias a favor del Presidente, del Vicepresidente y del Comité Ejecutivo.

Así, estas delegaciones de competencias se dan en el ámbito de la Dirección General de Mercados, en el ámbito de la Dirección Adjunta a Presidencia, en el ámbito de la Dirección General de Entidades y en el ámbito de la Dirección General del Servicio Jurídico y Secretaría del Consejo. Asimismo, se prevén otras delegaciones de competencias de carácter general.

**Ley 16/2014, de 30 de septiembre**, por la que se regulan las tasas de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Esta ley tiene por objeto establecer el régimen jurídico de las tasas aplicables por la realización de actividades y la prestación de servicios. Esta ley entró en vigor el día 1 de enero de 2015.

Por esta ley queda derogado el artículo 13 de la Ley 22/1993, de 29 de diciembre, de medidas fiscales, de reforma del régimen jurídico de la función pública y de la protección por desempleo (tasas aplicables por la realización de actividades o la prestación de servicios por parte de la CNMV), así como el Real Decreto 1732/1998, de 31 de julio, sobre tasas aplicables por las actividades y servicios prestados por la CNMV.

## A.2 Instrumentos financieros

**Real Decreto 579/2014, de 4 de julio**, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización, en materia de cédulas y bonos de internacionalización.

Este real decreto culmina el desarrollo reglamentario de los aspectos en materia de cédulas y bonos de internacionalización regulados en el artículo 34 de la Ley 14/2013, de 27 de septiembre.

En su estructura, podemos distinguir tres partes fundamentales:

- La primera parte, en relación con las emisiones de cédulas y bonos de internacionalización, en la que se establece la información que deben contener las cédulas de internacionalización, la información que deben contener los bonos de internacionalización, la forma de cálculo de los límites máximos de emisiones y los mecanismos para reestablecer dichos límites cuando son sobrepasados. Igualmente, se establece la obligación de que las entidades registren los activos que garantizan sus emisiones.
- La segunda parte guarda relación con el mercado secundario de las cédulas y bonos de internacionalización. En este sentido, el real decreto pone especial énfasis en la regulación de las operaciones que el emisor puede realizar sobre sus propias cédulas y bonos de internacionalización, sin perjuicio de las disposiciones previstas en la Ley del Mercado de Valores.
- La última parte, relativa a la supervisión, establece que el Banco de España supervisará las condiciones exigibles a los activos de cobertura de las cédulas y bonos de internacionalización, mientras que la Comisión Nacional del Mercado de Valores supervisará las cuestiones relativas a las ofertas públicas de estos instrumentos y su devenir en el mercado secundario.

La disposición adicional única de este real decreto prevé la obligación de que las entidades emisoras de cédulas territoriales lleven un registro contable especial, continuamente actualizado, con el contenido que determine el Banco de España, y en el que constarán todos los préstamos y créditos que cumplan los requisitos establecidos.

## A.3 Mercados secundarios de valores

**Orden ECC/757/2014, de 25 abril**, por la que se autoriza a «BME Clearing, S.A.U.» la modificación de las condiciones generales del grupo de contratos de activos subyacentes de energía.

Esta orden ministerial contiene la autorización para modificar las condiciones generales del grupo de contratos de activos subyacentes de energía de BME Clear-

ing, S.A.U. El objeto de la referida modificación es que BME Clearing, S.A.U. pueda aceptar, a efectos de su compensación y liquidación, operaciones provenientes del Mercado Secundario Oficial de Futuros y Opciones cuya sociedad rectora es MEFF Sociedad Rectora del Mercado de Productos Derivados, S.A.U., con quien BME Clearing ha alcanzado el correspondiente acuerdo para actuar como entidad de contrapartida central de los contratos negociados en dicho mercado.

Asimismo, la referida modificación de las condiciones generales pretende cambiar la forma de liquidación de los futuros mensuales y semanales.

#### **A.4 Empresas de servicios de inversión y entidades de crédito**

**Circular 1/2014, de 26 de febrero**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre los requisitos de organización interna y de las funciones de control de las entidades que prestan servicios de inversión.

En uso de la habilitación contenida en el actualmente vigente apartado 2 de la disposición final segunda del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión, esta Circular 1/2014, de 26 de febrero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, desarrolla y clarifica las disposiciones relativas a los requisitos de organización interna y a las funciones de control de las entidades que prestan servicios de inversión, en coherencia con la normativa del mercado de valores, la normativa de las empresas de servicios de inversión y la normativa de solvencia. Sin embargo, ha de tenerse en cuenta que el cumplimiento de las obligaciones recogidas en esta circular no exime a las entidades del cumplimiento de otros requisitos de control interno específicos que les sean de aplicación en virtud de otra normativa.

El ámbito de aplicación de la presente circular, recogido en su sección primera, lo constituyen:

- Las empresas de servicios de inversión españolas y no comunitarias que operen en España (arts. 64 y 71 quáter de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, respectivamente).
- Las entidades de crédito españolas y las entidades de crédito de Estados que no sean miembros de la Unión Europea que operen en España y que presten servicios de inversión o servicios auxiliares de acuerdo con lo establecido en el artículo 65.1 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- Las sucursales de empresas de servicios de inversión y de entidades de crédito de Estados Miembros de la Unión Europea, así como los agentes establecidos en España de entidades constituidas en otros Estados Miembros de la Unión Europea, a efectos de cumplir las obligaciones del artículo 70 ter, apartado 1, letra e) de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

En la sección segunda, con fundamento en el principio de proporcionalidad, esta circular concreta la estructura organizativa y los requisitos de control interno de las entidades que prestan servicios de inversión, con el objetivo de que su organización trate de responder a la gama de servicios prestados.

Con el objetivo de reforzar la protección de los inversores, en la sección tercera de la circular se especifican las responsabilidades y tareas a desarrollar por parte de determinadas unidades, como las de cumplimiento normativo, gestión de riesgos y auditoría interna. Igualmente, se concretan las obligaciones de información de estas unidades a la alta dirección de la propia entidad y a la CNMV.

Por su parte, la sección cuarta aborda los requisitos a los que debe someterse la delegación de las funciones de cumplimiento normativo, gestión de riesgos y auditoría interna, exigiendo que las entidades cuenten con manuales internos que contengan las políticas y procedimientos establecidos a estos efectos a disposición de la CNMV.

Esta Circular 1/2014 constituye una actualización de la Circular 1/1998, de 10 de junio, de la CNMV, sobre sistemas internos de control, seguimiento y evaluación continuada de riesgos, que queda derogada.

A través de sus disposiciones finales, esta Circular 1/2014 modifica la Circular 1/2010, de 28 de julio, de la CNMV, de información reservada de las entidades que prestan servicios de inversión; la Circular 1/2011, de 21 de enero, de la CNMV, por la que se modifica la Circular 12/2008, de 30 de diciembre, sobre solvencia de las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables; la Circular 1/2012, de 26 de julio, de la CNMV, por la que se modifica la Circular 6/2010, de 21 de diciembre, sobre operaciones con instrumentos derivados y otros aspectos operativos de las instituciones de inversión colectiva; la Circular 4/2008, de 11 de septiembre, de la CNMV, sobre el contenido de los informes trimestrales, semestrales y anuales de las instituciones de inversión colectiva y del estado de posición; la Circular 3/2006, de 26 de octubre, de la CNMV, sobre folletos explicativos de las instituciones de inversión colectiva; y la Circular 3/2013, de 12 de junio, de la CNMV, sobre el desarrollo de determinadas obligaciones de información a clientes a los que se prestan servicios de inversión, en relación con la evaluación de la conveniencia e idoneidad de los instrumentos financieros.

**Circular 2/2014, de 23 de junio**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el ejercicio de diversas opciones regulatorias en materia de solvencia para las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables.

Esta circular se desarrolla en ejercicio de la habilitación contenida en la disposición final quinta del Real Decreto-ley 14/2013, de 29 de noviembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de supervisión y solvencia de entidades financieras. La referida habilitación prevista en la disposición final quinta se estableció para que las autoridades competentes pudieran desarrollar las opciones atribuidas a las mismas en el Reglamento (UE) n.º 575/2013.

El objeto de esta Circular 2/2014 de la CNMV es regular las opciones que el Reglamento (UE) n.º 575/2013 atribuye a las autoridades competentes nacionales, aplicables a los grupos consolidables de empresas de servicios de inversión y a las empresas de servicios de inversión españolas integradas o no en un grupo consolidable, relativas a aquellas materias que se consideran necesarias para la aplicación del citado Reglamento (UE) n.º 575/2013 desde el 1 de enero de 2014. No obstante, en el futuro, pueden considerarse de utilidad para las empresas de servicios de inversión o sus grupos el desarrollo de otras disposiciones no previstas en esta circular.

Sin perjuicio de las excepciones previstas en la propia norma primera de la circular, el ámbito de aplicación de esta circular incluye a las siguientes entidades sujetas a la supervisión de la CNMV:

- Los grupos consolidables de empresas de servicios de inversión.
- Las empresas de servicios de inversión individuales, integradas o no en un grupo consolidable.

Esta circular exime a determinadas empresas de servicios de inversión y a sus grupos consolidables del cumplimiento de los requisitos de liquidez que establece la parte sexta del Reglamento (UE) n.º 575/2013, en tanto no se publique el informe de la Comisión Europea sobre la conveniencia de aplicar estos requisitos al sector de empresas de servicios de inversión. A estas empresas les seguirá siendo de aplicación el coeficiente de liquidez establecido en la Circular 7/2008, de 26 de octubre, de la CNMV.

Igualmente, se regula el tratamiento de determinadas participaciones en entes financieros y de las participaciones cualificadas en entidades de carácter no financiero, a efectos del cálculo de requisitos de fondos propios. Asimismo, se establece la imposibilidad de que los fondos propios de una entidad puedan llegar a ser inferiores al capital inicial exigido en el momento de su autorización. También se precisa el tratamiento que las entidades deben aplicar a efectos de valorar si su actividad ha variado de forma importante respecto al ejercicio anterior, hasta la entrada en vigor de las normas técnicas de regulación de la Autoridad Bancaria Europea (EBA por sus siglas en inglés).

Se regulan determinadas discrecionalidades asociadas al cálculo de requisitos de fondos propios por riesgo de crédito; en concreto, las relativas a los métodos avanzados de cálculo y a las titulaciones, al método que las entidades deberán utilizar para la determinación del valor de ciertas exposiciones en relación con la cobertura del riesgo de contraparte y al tratamiento que las entidades deberán seguir aplicando a las posiciones en índices bursátiles hasta la entrada en vigor de las normas técnicas de regulación elaboradas por la EBA.

También se regulan ciertos aspectos relativos a las grandes exposiciones: el tratamiento de las posiciones mantenidas en organismos de inversión colectiva o en otras exposiciones con un nivel de diversificación equivalente y la exención de determinadas exposiciones que el Reglamento (UE) n.º 575/2013 deja a discrecionalidad de la autoridad competente.

**Ley 10/2014, de 26 de junio**, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito (Corrección de errores publicada en el BOE de 28 de junio de 2014).

El objetivo principal de esta Ley 10/2014 es adaptar el ordenamiento español a los cambios normativos que se imponen en el ámbito internacional y de la Unión Europea, continuando la trasposición iniciada por el Real Decreto-ley 14/2013, de 29 de noviembre. En este sentido, el Reglamento (UE) n.º 575/2013, de 26 de junio, y la Directiva 2013/36/UE, de 26 de junio, suponen una alteración sustancial de la normativa aplicable a las entidades de crédito al modificarse aspectos de tanta relevancia como el régimen de supervisión, los requisitos de capital y el régimen sancionador.

Con el fin de garantizar la coherencia del conjunto normativo y de trasponer la normativa dictada recientemente por la Unión Europea, se refunden en un único texto

las principales normas de ordenación y disciplina de entidades de crédito. De esta manera, esta ley contiene el núcleo esencial del régimen jurídico aplicable a las entidades de crédito, sin perjuicio de otras normas especiales que regulan aspectos concretos de su actividad o el régimen jurídico particular de un tipo específico de entidad de crédito, como las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito.

La estructura principal de este texto consta de cuatro títulos: el título I, dedicado de manera general a las entidades de crédito; el título II, dedicado a la solvencia de las entidades de crédito; el título III, que recoge el régimen de supervisión; y el título IV, encargado de establecer el régimen sancionador.

El título I incluye las disposiciones generales del régimen jurídico de las entidades de crédito. A estos efectos, recoge su definición, enumera aquellas entidades consideradas de crédito y establece el contenido de la actividad reservada en exclusiva a estas entidades. Igualmente, en este título se regula el régimen de autorización y revocación, el régimen de participaciones significativas, el régimen de idoneidad e incompatibilidades de los miembros de los órganos de gobierno y el régimen de gobierno corporativo y política de remuneraciones.

El título II, al margen de la regulación contenida en el Reglamento (UE) n.º 575/2013, recoge las disposiciones en materia de solvencia que han de mantenerse en el ordenamiento nacional. Principalmente, estas disposiciones se refieren a la evaluación de la adecuación del capital de las entidades de crédito al riesgo que asumen, a los criterios que ha de considerar el Banco de España para fijar posibles requisitos de liquidez y a los colchones de capital.

En el título III se designa al Banco de España como autoridad supervisora de las entidades de crédito, otorgándole los poderes y facultades necesarios para realizar dicha función. En materia contable, se prevé la posibilidad de que el Ministro de Economía y Competitividad habilite al Banco de España, a la CNMV o al Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas para establecer y modificar las normas de contabilidad y los modelos a los que deberán sujetarse los estados financieros de las entidades de crédito y de las entidades reguladas en el artículo 84.1 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, así como los grupos consolidables de determinadas empresas de servicios de inversión y otras entidades.

El título IV recoge el procedimiento sancionador aplicable a las entidades de crédito, siguiendo el esquema de la normativa anterior. Se introducen las modificaciones precisas para la trasposición de la Directiva 2013/36/UE, por lo que se incluyen nuevos tipos sancionadores y la modificación de la cuantía y forma de cálculos de las infracciones aplicables, así como de su publicidad.

Las disposiciones adicionales contienen, entre otros, el régimen de las participaciones preferentes o las normas aplicables a los sistemas institucionales de protección. Se recoge un número relevante de normas de derecho transitorio en relación con la normativa de la Unión Europea traspuesta. También se modifica la composición de la Comisión Gestora del Fondo de Garantía de Depósitos, con la incorporación de representantes ministeriales.

En las disposiciones finales, destaca la extensa modificación de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, que obedece a la extensión de las empresas de servicios del régimen de supervisión prudencial establecido para las entidades de crédito en la Directiva 2013/36/UE. Además, se refuerza la coordinación de la CNMV



con otros supervisores, tanto nacionales como internacionales, y se actualiza el actual régimen sancionador para incluir las infracciones y sanciones pertinentes derivadas del incumplimiento de la normativa de solvencia.

También se actualiza la regulación de las entidades de contrapartida central para hacerla compatible con el Reglamento (UE) n.º 648/2012, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones y su normativa de desarrollo, y se mejora el régimen sancionador aplicable a los incumplimientos de la normativa de la Unión Europea sobre ventas en corto.

En virtud de esa Ley 10/2014, se derogan las siguientes disposiciones, así como todas aquellas de igual o inferior rango que se opongan a esta ley:

- Ley de Ordenación Bancaria, de 31 de diciembre de 1946.
- Ley 31/1968, de 27 de julio, de incompatibilidades y limitaciones de los presidentes, consejeros y altos cargos ejecutivos de la banca privada.
- Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros.
- Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, por el que se adaptan las normas legales en materia de establecimientos de crédito al ordenamiento jurídico de la Comunidad Económica Europea.
- Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito.
- El apartado 2 del artículo 29 de la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible.
- El apartado g) de la disposición final decimotercera de la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización.

**Circular 3/2014, de 22 de octubre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifican la Circular 1/2010, de 28 de julio, de información reservada de las entidades que prestan servicios de inversión y la Circular 7/2008, de 26 de noviembre, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las empresas de servicios de inversión, sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo.

Esta circular tiene como objetivo dotar a la CNMV de los medios necesarios para poder monitorizar de forma más eficiente los tipos de instrumentos comercializados a los clientes minoristas, para lo que resulta preciso, entre otros aspectos, aumentar la frecuencia con la que las entidades presentan determinados estados reservados o añadir información descriptiva relevante respecto de algunas características de dichos instrumentos.

Así, mediante la modificación de la Circular 1/2010 llevada a cabo a través de la norma primera de esta Circular 3/2014, se pretende actualizar la información recabada mediante los estados reservados establecidos por la misma. Con este objetivo se realizan las siguientes modificaciones:

- Se incrementa la periodicidad con que ciertas entidades (básicamente, aquellas que cuenten con un elevado volumen de clientes minoristas, o las que se muestren más activas en la comercialización de productos complejos) deberán remitir determinados estados reservados. De esta manera, en relación con estos estados, además de la información anual, deberán remitir información de manera trimestral.
- Se modifican algunos modelos de estados reservados para solicitar información más precisa sobre determinadas características de los instrumentos financieros, especialmente aquellas que permiten identificar el grado de complejidad de los mismos. Igualmente, se produce una homogeneización de la información recabada para mejorar su comparabilidad y facilitar su tratamiento.
- Con la finalidad de homogeneizar la información proporcionada por las empresas que prestan servicios de inversión, la obligación de remisión de determinados estados se extiende a las sociedades y agencias de valores y a las sociedades gestoras de carteras.

Por otra parte, la norma segunda de esta Circular 3/2014 realiza las siguientes modificaciones en la Circular 7/2008:

- Se eliminan determinados estados para evitar duplicidades con los estados reservados que las sociedades y agencias de valores y sociedades gestoras de carteras han de remitir.
- Se modifica el estado de actividad que deben presentar las empresas de asesoramiento financiero, eliminándose el apartado relativo al valor del patrimonio asesorado y modificándose su periodicidad de semestral a anual.
- Se incluye un nuevo estado reservado para las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, con el objetivo de monitorizar de forma más eficiente las actividades que realizan dichas entidades.

La entrada en vigor de esta circular se dispone para el día siguiente al de su publicación; sin embargo, se establece un régimen transitorio específico para las distintas modificaciones.

#### **A.5 Instituciones de inversión colectiva y entidades de capital-riesgo**

**Circular 4/2014, de 27 de octubre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular 1/2007, de 11 de julio, sobre requerimientos de información estadística a las instituciones de inversión colectiva de la Unión Europea, que modifica parcialmente la Circular 2/1998, de 27 de julio, sobre requerimientos de información estadística a las instituciones de inversión colectiva de la Unión Monetaria Europea.

Esta circular tiene por objeto modificar la Circular 1/2007 para adaptar los modelos UEM (Unión Económica y Monetaria) a las nuevas necesidades informativas para el seguimiento de la política monetaria establecidas por el Banco Central Europeo en su Reglamento (UE) n.º 1071/2013.

**Circular 5/2014, de 27 de octubre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que modifica la Circular 5/2008, de 5 de noviembre, sobre requerimientos de infor-

mación estadística sobre activos y pasivos de las instituciones de inversión colectiva de la Unión Europea.

La Circular 5/2014 modifica la Circular 5/2008 con el objetivo de adaptar los modelos OIF (Otros Intermediarios Financieros) a las nuevas necesidades informativas del Banco Central Europeo establecidas en su Reglamento (UE) n.º 1073/2013.

También se incluyen como sujetos obligados a las entidades de capital-riesgo y otros tipos de instituciones de inversión colectiva que puedan crearse como consecuencia de posibles cambios legislativos posteriores y que cumplan con la definición de fondo de inversión recogida en el artículo 1 del citado Reglamento (UE) n.º 1073/2013.

**Ley 22/2014, de 12 de noviembre**, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (Corrección de errores publicada en el BOE de 14 de noviembre de 2014).

El objeto de esta ley es la regulación del régimen jurídico de las entidades de capital-riesgo, de otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y de las sociedades gestoras de entidades de inversión de tipo cerrado. En esta ley se revisa el régimen del capital-riesgo para fomentar una mayor captación de fondos que permita la financiación de un importante número de empresas, especialmente las de pequeño y mediano tamaño en sus primeras etapas de desarrollo y expansión. La necesidad de adaptar el régimen a la nueva normativa de la Unión Europea y de fomentar un crecimiento equilibrado del sector llevan a la aprobación de esta ley, que supone la derogación de la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras. Esta ley se aplica a las entidades de inversión colectiva que obtengan capital de una serie de inversores para emplearlo con arreglo a una política de inversión definida, que tengan la consideración de cerradas en función de sus políticas de desinversión y que no estén contempladas en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, que regula principalmente entidades de inversión colectiva de tipo abierto.

Se elimina casi completamente el régimen de intervención administrativa de la CNMV sobre las entidades de capital-riesgo y las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado.

Por otra parte, la disposición final primera de la Ley 22/2014 modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, con el objetivo de adaptar el régimen de las sociedades gestoras que gestionan instituciones de inversión colectiva alternativa a la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativa y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009 y (UE) n.º 1095/2010.

Esto supone la introducción de una diferenciación clara entre las instituciones de inversión colectiva armonizadas por la Directiva 2009/65/CE, de 13 de julio, y las instituciones de inversión colectiva alternativa. De esta manera, se mantiene la estructura de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, que sigue recogiendo la regulación de las instituciones de inversión colectiva de tipo abierto, y sus sociedades gestoras, dejando la regulación de las entidades de capital-riesgo y de las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y sus sociedades gestoras a la nueva ley.

En el título III de esta ley, se incluyen como importante novedad los requisitos para la comercialización y gestión transfronteriza, entre los que se incorpora el denominado pasaporte europeo para fondos de inversión alternativa de Estados Miembros de la Unión Europea administrados por gestoras de fondos de inversión alternativa autorizadas en Estados Miembros de la Unión Europea conforme a la Directiva 2011/61/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011.

#### A.6 Fondos de titulización y Fondos de Activos Bancarios

**Circular 6/2014, de 27 de octubre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que modifica parcialmente la Circular 2/2009, de 25 de marzo, sobre normas contables, cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística de los fondos de titulización.

La Circular 6/2014 modifica la Circular 2/2009 con la finalidad de incorporar las modificaciones introducidas por el Reglamento (UE) n.º 1075/2013 del Banco Central Europeo y, consecuentemente, adaptar los modelos regulados en dicha circular a las nuevas necesidades informativas del Banco Central Europeo. Estas nuevas necesidades están referidas, principalmente, a la información que, para contribuir a las estadísticas del Banco Central Europeo, se debe remitir sobre las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización, lo que incluye los fondos de titulización de activos y los fondos de activos bancarios.

**Circular 7/2014, de 27 de octubre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que modifica la Circular 6/2013, de 25 de septiembre, sobre normas contables, cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística de los fondos de activos bancarios.

La Circular 7/2014 modifica la Circular 6/2013 con la finalidad de adecuar los modelos en ella regulados a las nuevas necesidades informativas del Banco Central Europeo introduciendo modificaciones en la información que, para contribuir a las estadísticas del propio Banco Central Europeo, se debe remitir sobre las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización, lo que incluye a los fondos de activos bancarios (FAB). Estas nuevas necesidades informativas se establecen en el Reglamento (UE) n.º 1075/2013 del Banco Central Europeo, por el que se deroga el Reglamento (CE) n.º 24/2009 del Banco Central Europeo con la finalidad de adecuarse al nuevo Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales de la Unión Europea (SEC2010), establecido por el Reglamento (UE) n.º 549/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013.

#### A.7 Gobierno corporativo

**Ley 31/2014, de 3 de diciembre**, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo.

La Ley 31/2014 se ha elaborado sobre la base del informe de 14 de octubre de 2013 llevado a cabo por la Comisión de Expertos en materia de Gobierno Corporativo creada para proponer las iniciativas y las reformas normativas que se consideren adecuadas para garantizar el buen gobierno de las empresas, y para prestar apoyo y asesoramiento a la CNMV en la modificación del Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas. El objetivo final de estos trabajos era velar por

el adecuado funcionamiento de los órganos de gobierno y la administración de las empresas españolas, para conducir las a las máximas cotas de competitividad; generar confianza y transparencia para los accionistas e inversores nacionales y extranjeros; mejorar el control interno y la responsabilidad corporativa de las empresas españolas, y asegurar la adecuada segregación de funciones, deberes y responsabilidades en las empresas, desde una perspectiva de máxima profesionalidad y rigor.

Con estos objetivos, a través del artículo único de esta norma se introducen modificaciones en el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, que pueden agruparse, principalmente, en dos categorías: las relativas a la junta general de accionistas y las relativas al consejo de administración.

Las modificaciones relativas a la junta general de accionistas tienen por objeto reforzar el papel de este órgano societario y abrir cauces que fomenten la participación accionarial. Con esta finalidad, se introducen modificaciones en relación con las competencias de la junta general, los derechos de minoría en las sociedades cotizadas, los conflictos de interés, la convocatoria y adopción de acuerdos, el derecho de información de los accionistas o la impugnación de los acuerdos sociales. Las principales modificaciones introducidas son las siguientes:

- Se hace extensiva a todas las sociedades de capital la posibilidad de que la junta imparta instrucciones en materias de gestión, sin perjuicio de la posible previsión estatutaria en sentido contrario.
- Se amplían las competencias de la junta general en las sociedades para reservar a su aprobación aquellas operaciones societarias que por su relevancia tengan efectos similares a las modificaciones estructurales, como la adquisición, enajenación o aportación a otra sociedad de activos esenciales.
- En las sociedades cotizadas, se rebaja al 3% del capital social el umbral necesario para que los accionistas puedan ejercer ciertos derechos y se establece en 1.000 el número máximo de acciones que los estatutos pueden exigir para asistir a la junta general.
- Se garantiza que los accionistas se pronuncien de forma separada sobre el nombramiento, reelección o separación de administradores, o sobre las modificaciones estatutarias, y que puedan emitir diferenciadamente su voto.
- Se reforma el tratamiento jurídico de los conflictos de interés. A este efecto, se hace extensiva a las sociedades anónimas la prohibición de ejercicio del derecho a voto en los casos más graves de conflicto de interés y se prevé una presunción de infracción del interés social en los casos en que el acuerdo social se haya adoptado con el voto determinante de algún socio incurso en un conflicto de interés.
- Se clarifica la información que debe publicarse en relación con las propuestas de acuerdo.
- Se establece expresamente que el criterio del cómputo de la mayoría necesaria para la válida adopción de un acuerdo por la junta general es la mayoría simple, lo que despeja las dudas interpretativas que se presentaban en la práctica.

- Se modifica el régimen del derecho de información de los accionistas con la finalidad de diferenciar entre las consecuencias jurídicas de las distintas modalidades de este derecho. En el caso de las sociedades cotizadas, el plazo en el que los accionistas pueden ejercitar el derecho de información previo se extiende hasta cinco días antes de la celebración de la junta general.
- Se modifica el régimen jurídico de la impugnación de los acuerdos sociales unificando todos los casos de impugnación en un mismo régimen general de anulación, con un plazo de caducidad de un año, salvo los acuerdos contrarios al orden público, que son imprescriptibles. Para las sociedades cotizadas, este plazo de caducidad se reduce a tres meses.
- Se establece un umbral de participación de minoría del 1% en el caso de las sociedades no cotizadas, y del 0,1% en el caso de las sociedades cotizadas, a efectos de legitimación para impugnar los acuerdos sociales.

En lo referente al consejo de administración, resultaba necesario regular ciertos aspectos cada vez más relevantes, como la transparencia de los órganos de gobierno, el tratamiento equitativo a todos los accionistas, la gestión de los riesgos o la independencia, participación y profesionalización de los consejeros. Con esta finalidad, las principales modificaciones introducidas son las siguientes:

- Se atribuyen al consejo de administración como facultades indelegables aquellas decisiones correspondientes al núcleo esencial de la gestión y supervisión.
- Se establece que el consejo de administración deberá reunirse, al menos, una vez por trimestre.
- Se incorpora una serie de medidas dirigidas a contribuir al correcto funcionamiento del consejo. Entre otras medidas, ha de destacarse la obligación de los consejeros de asistir personalmente a las sesiones, determinadas condiciones en la delegación del voto de los consejeros y la información que han de recibir para la deliberación y adopción de acuerdos.
- Se regulan las funciones del presidente y del secretario del consejo de administración, previéndose su posible ampliación estatutaria, y se limita su periodo máximo de mandato, que no debe exceder de cuatro años.
- Se posibilita que el consejo de administración constituya comisiones especializadas, siendo obligatoria la existencia de una comisión de auditoría y de una comisión de nombramientos y retribuciones, o dos comisiones separadas. Estarán compuestas por consejeros no ejecutivos y su presidencia recaerá en un consejero independiente.

Igualmente, debe destacarse la modificación de la disposición adicional séptima del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital a efectos de modificar la atribución a la CNMV de las competencias necesarias para llevar a cabo la supervisión y, consecuentemente, incoar e instruir los expedientes sancionadores a los que den lugar los incumplimientos de determinadas obligaciones establecidas en dicha normativa.

Asimismo, se añade una disposición adicional novena en el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital que hace extensible el régimen en materia de comisiones

del consejo de administración y comisión de auditoría a las entidades emisoras de valores distintos de las acciones admitidas a negociación en mercados secundarios oficiales.

La Ley 31/2014 también realiza modificaciones en la Ley 24/1998, de 28 de julio, del Mercado de Valores, entre las que deben destacarse las siguientes:

- Se derogan los artículos 61 bis y 61 ter, las letras b) ter y b) quáter del artículo 100 y la disposición adicional decimoctava.
- Se realiza una nueva redacción de la letra b) del artículo 100.

## A.8 Concursal

**Ley 1/2014, de 28 de febrero**, para la protección de los trabajadores a tiempo parcial y otras medidas urgentes en el orden económico y social.

Esta ley recoge, principalmente, reformas que contribuyen a la recuperación del crecimiento económico y a la creación de empleo, al tiempo que se adoptan importantes reformas en el sector de las infraestructuras y los transportes y en el sector de la vivienda, para incrementar su competitividad y su eficiencia.

En este sentido, deben destacarse las modificaciones relativas a la acción protectora de la Seguridad Social aplicables a los trabajadores a tiempo parcial y las modificaciones destinadas a otorgar una mayor seguridad jurídica a los perceptores de las prestaciones y subsidios por desempleo.

De igual modo, los apartados 2 y 6 del artículo 64 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal se modifican a través del artículo 10 de esta Ley 1/2014, relativo a la tramitación de los procedimientos de modificación sustancial de las condiciones de trabajo de carácter colectivo, incluidos los traslados colectivos, y de suspensión o extinción colectivas de las relaciones laborales una vez declarado el concurso a los cambios que afectan a la comisión negociadora en procedimientos de consulta.

Por su parte, las disposiciones adicionales de esta Ley 1/2014 regulan y aclaran diversas materias, entre las que destaca la nueva previsión en relación con la consideración de la SAREB como entidad colaboradora en la gestión de las ayudas de los planes de vivienda estatales, a fin de que los préstamos convenidos con dicha entidad puedan mantener las ayudas estatales vinculadas.

Esta nueva previsión resultaba necesaria debido a que el traspaso de activos desde las distintas entidades financieras a la SAREB ha producido la transferencia de distintos préstamos convenidos que eran beneficiarios de algún tipo de ayuda estatal. Sin embargo, como consecuencia de la carencia de la condición de entidad financiera colaboradora en sí misma de la SAREB, se producían pérdidas indeseadas de estas ayudas que necesitaban subsanarse.

**Real Decreto-ley 4/2014, de 7 de marzo**, por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial.

El objetivo principal de este Real Decreto-ley 4/2014 es adoptar medidas favorecedoras del saneamiento financiero de las empresas, con el fin de permitirles seguir atendien-

do sus compromisos en el tráfico económico, respetando las legítimas expectativas de los acreedores, quienes habrán de participar activamente y con las máximas garantías.

La presente reforma busca fortalecer la posición patrimonial del deudor, por lo que se centra en mejorar el marco legal preconcursal de los acuerdos de financiación. Todo ello en vista de que, pese a que esta fase preconcursal resulta verdaderamente determinante para la reestructuración financiera de las empresas, la normativa concursal adolecía de ciertas rigideces que impedían que se obtuvieran los resultados deseados.

Así, se llevan a cabo diversas modificaciones de la Ley Concursal, entre las que deben destacarse las siguientes:

- Se modifica el artículo 5 bis de la Ley Concursal en el sentido de que la comunicación de iniciación de negociaciones para alcanzar ciertos acuerdos pueda suspender determinadas ejecuciones, excepto las que tengan su origen en créditos de derecho público. Esta modificación tiene como objetivo fomentar una negociación eficaz, sin acelerar la situación de insolvencia del deudor por razón de una precipitada ejecución de garantías sobre determinados bienes.
- Se modifica el artículo 56 a efectos de limitar la suspensión de la ejecución de bienes dotados de garantía real, cuando dichos bienes resulten necesarios para la continuidad de la actividad profesional o empresarial.
- Se establece un artículo específico (artículo 71 bis) para regular el régimen especial de no rescindibilidad de determinados acuerdos de refinanciación.
- Con el objetivo de incentivar la concesión de nueva financiación, se atribuye con carácter extraordinario y temporal, por un plazo de dos años, la calificación de crédito contra la masa a los créditos que supongan nuevos ingresos de tesorería y que se hayan concedido en el marco de un acuerdo de refinanciación.
- Transcurrido el plazo de los dos años desde su concesión, se considerarán crédito contra la masa en los términos indicados en el apartado 2.11º del artículo 84 de la Ley Concursal.
- Se establecen medidas destinadas a favorecer la transformación de deuda en capital, rebajando las mayorías exigibles por la Ley de Sociedades de Capital y estableciendo, con las debidas cautelas y garantías, una presunción de culpabilidad del deudor que se niega sin causa razonable a ejecutar un acuerdo de recapitalización.

Las disposiciones finales de este Real Decreto-ley 4/2014 modifican varias normas, entre las que debemos destacar la recogida en la disposición final octava. En virtud de esta disposición, se modifica el artículo 8 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, exceptuando la oferta pública de adquisición y la necesidad de solicitar, en su caso, dispensa a la CNMV, cuando se trate de operaciones realizadas como consecuencia directa de un acuerdo de refinanciación homologado judicialmente, siempre que hubiera sido informado favorablemente por un experto independiente.

Asimismo, entre las principales modificaciones recogidas en las restantes disposiciones finales, debemos hacer referencia a las siguientes:



- La disposición final primera modifica el artículo 568 de la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil, para adaptar el régimen de suspensión en caso de situaciones concursales o preconcursales a las modificaciones introducidas en el artículo 5 bis de la Ley Concursal.
- La disposición final quinta modifica la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, con la finalidad de suprimir la exigencia de informe de los administradores sobre los proyectos de fusión en los casos de absorción de una sociedad participada al 90%, cuando se trate de una fusión transfronteriza comunitaria.
- La disposición final sexta introduce una modificación en la Ley 3/2004, de 29 de diciembre, por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales. En concreto, se modifica el último párrafo del apartado 1 del artículo 9, a efectos de adecuarlo a la normativa actualmente vigente.
- La disposición final séptima modifica el Real Decreto-ley 10/2008, de 12 de diciembre, por el que se adoptan medidas financieras para la mejora de la liquidez de las pequeñas y medianas empresas, y otras medidas económicas complementarias para evitar que las empresas incurran en causa legal de reducción de capital y, en su caso, de disolución a causa de las pérdidas. Esta nueva previsión únicamente será de aplicación excepcional en los ejercicios sociales que se cierren en el año 2014.

**Real Decreto-ley 11/2014**, de 5 de septiembre, de medidas urgentes en materia concursal.

Este real decreto-ley introduce una serie de medidas en materia concursal con la finalidad de facilitar la continuación de la actividad empresarial para el beneficio no de la empresa, sino de empleados y acreedores, entre otros. Además, se adopta una serie de medidas para flexibilizar la transmisión del negocio del concursado o de alguna de sus ramas de actividad y para superar las trabas que se plantean en la actualidad y que dificultan su venta.

En su disposición adicional cuarta se incluye una novedad sobre la negociación en sistemas multilaterales de negociación de los fondos de titulización de activos dirigidos a inversores institucionales. A este efecto, se establece que cuando los valores emitidos por dichos fondos se dirijan exclusivamente a inversores institucionales, la transmisión solo se podrá realizar entre inversores pertenecientes a esa categoría y en un sistema multilateral de negociación en el que la suscripción y la negociación estén restringidas a inversores cualificados.

Las disposiciones finales del Real Decreto-ley 11/2014 realizan las siguientes modificaciones normativas:

- Modificación de la disposición transitoria del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.
- Modificación de la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito.
- Modificación de la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil.

**Ley 17/2014, de 30 de septiembre**, por la que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial.

Se modifican varios preceptos de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal. La finalidad de esta ley es que los poderes públicos adopten medidas que favorezcan el alivio de la carga financiera o el desapalancamiento de las empresas para sanearlas desde un punto de vista financiero, con el fin de que la deuda remanente sea soportable, permitiendo así que la empresa siga atendiendo sus compromisos en el tráfico económico, generando riqueza y creando puestos de trabajo, conjugándose con el máximo respeto a las legítimas expectativas de los acreedores.

La parte final de esta ley consta de varias disposiciones, destacándose, entre otras, las modificaciones referidas a la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, con la finalidad de suprimir la exigencia de informe de los administradores sobre los proyectos de fusión en los casos de absorción de sociedad participada al 90%, cuando se trate de una fusión transfronteriza comunitaria. Un requisito que ya no se contempla en el artículo 15.2 de la Directiva 2005/56/CE, después de su modificación por la Directiva 2009/109/CE, en lo que se refiere a las obligaciones de información y documentación en el caso de las fusiones y escisiones.

Asimismo, se modifica el artículo 8 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, exceptuando la oferta pública de adquisición y la necesidad de solicitar, en su caso, dispensa a la CNMV cuando se trate de operaciones realizadas como consecuencia directa de un acuerdo de refinanciación homologado judicialmente, siempre que hubiera sido informado favorablemente por un experto independiente.

## **A.9 Otras normas**

**Real Decreto 215/2014, de 28 de marzo**, por el que se aprueba el Estatuto Orgánico de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (Corrección de errores publicada en el BOE de 1 de mayo de 2014).

Conforme a lo establecido en el artículo 8.2 de la Ley Orgánica 6/2013, de 14 de noviembre, de creación de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal, mediante este real decreto, estructurado en seis capítulos, se aprueba el estatuto orgánico de esta figura, que es un ente de derecho público con personalidad jurídica propia, plena capacidad pública y privada y con autonomía e independencia funcional respecto a las Administraciones Públicas.

**Real Decreto 304/2014, de 5 de mayo**, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 10/2010, de 28 de abril, de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo.

Este real decreto desarrolla la Ley 10/2010, de 28 de abril, de prevención del blanqueo de capital y de la financiación del terrorismo, en virtud de la habilitación conferida al Gobierno, en su propia disposición final quinta, para aprobar las disposiciones reglamentarias para la ejecución y desarrollo de la referida Ley 10/2010.

Con este reglamento se culmina el nuevo enfoque orientado al riesgo de la normativa preventiva en España, incorporando las principales novedades internacionales

surgidas a partir de la aprobación de las nuevas recomendaciones del Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI).

A estos efectos, este reglamento regula las obligaciones de los sujetos recogidas en el artículo 2 de la Ley 10/2010, la organización institucional en materia de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo y las sanciones y contramedidas financieras internacionales, al tiempo que establece la estructura y funcionamiento del Fichero de Titularidades Financieras.

Conforme a ello, se establecen unos requisitos básicos y comunes para todos los sujetos obligados, permitiendo un margen de adaptación en la aplicación de la norma al caso concreto. Así, se impone la adopción de medidas que permitan incrementar la eficacia y eficiencia en el uso de los recursos de los que se dispone, haciendo hincapié en las situaciones, productos y clientes que presenten un nivel de riesgo superior. Así, los sujetos obligados habrán de analizar los principales riesgos a los que se enfrentan para diseñar unas políticas y procedimientos internos adaptados al perfil de riesgo de la entidad, según las características concretas del cliente y de la operación.

Asimismo, se limitan las obligaciones procedimentales para los sujetos de tamaño más reducido, incrementando la exigencia en función de la dimensión y el volumen de negocio del sujeto obligado. En el caso de entidades de gran tamaño, se requiere un tratamiento centralizado, especializado y automatizado.

Por otro lado, se concreta el contenido, funcionamiento y posibilidades de acceso al Fichero de Titularidades Financieras que, en virtud de lo dispuesto en el artículo 50 del reglamento, se trata de un fichero de carácter administrativo creado con la finalidad de prevenir e impedir el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo.

Finalmente, se lleva a cabo una revisión del esquema institucional dedicado a la prevención del blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo, con un reforzamiento de la Comisión de Prevención de Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias, mediante la ampliación de las instituciones que participan en ella y la creación de un nuevo órgano dependiente de la misma, el Comité de Inteligencia Financiera. En este sentido, es destacable que, en virtud de lo dispuesto en el artículo 63 de este reglamento, el Pleno de la referida Comisión de Prevención de Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias estará integrado por vocales pertenecientes a distintas instituciones del Estado, entre ellos, el Director General del Servicio Jurídico de la CNMV. Igualmente, entre los vocales del Comité Permanente previstos en el apartado 2 del artículo 64 del reglamento, se encuentra un representante de la CNMV.

Con la entrada en vigor de este real decreto queda derogado el Real Decreto 925/1995, de 9 de junio, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 19/1993, de 28 de diciembre, sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales. La restante normativa relacionada con esta materia continuará vigente en cuanto no se oponga a lo dispuesto en el presente reglamento.

**Real Decreto 636/2014, de 25 de julio**, por el que se crea la Central de Información económico-financiera de las Administraciones Públicas y se regula la remisión de información por el Banco de España y las entidades financieras al Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

Este real decreto se dicta por la necesidad de contar con información económico-financiera coordinada, ordenada y clara, elaborada con unos criterios homogéneos y

referida a las distintas Administraciones Públicas, al tiempo que se da cumplimiento al principio de transparencia en la información pública. Conforme a ello, se crea una Central de Información económico-financiera que simplifique el acceso a la información pública y la forma de ofrecerla.

La creación y puesta en marcha de la Central de Información económico-financiera de las Administraciones Públicas supondrá una reducción de los tiempos de búsqueda de la información, mejorará la cantidad y calidad de la información económica, presupuestaria, financiera y estadística que publica el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, aumentará la interoperabilidad y reutilización de la misma y evitará la duplicidad y dispersión de las publicaciones.

Se profundiza en el desarrollo de la Ley Orgánica 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera, al regular las obligaciones de suministro de información del Banco de España y los bancos, cajas de ahorros y demás entidades financieras al Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, sobre el endeudamiento de las Administraciones Públicas y sus entidades u organismos vinculados o dependientes.

De acuerdo con lo previsto en el artículo 5 de este Real Decreto 636/2014, están obligados a suministrar información al responsable de la Central de Información económico-financiera de las Administraciones Públicas, a través de la propia Central:

- Los centros directivos del Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas responsables de la información, así como sus entidades u organismos dependientes o vinculados.
- Los centros directivos del resto de departamentos ministeriales en los que se estructura la Administración General del Estado, así como sus entidades u organismos dependientes o vinculados.

## B Legislación europea

### B.1 Mercados de instrumentos financieros

**Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014**, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012 (MiFIR).

El Reglamento (UE) n.º 600/2014 constituye, junto con la Directiva 2014/65/UE (MiFID II), el marco jurídico que regula los requisitos aplicables a las empresas de servicios de inversión, a los mercados regulados y a los prestadores de servicios de suministros de datos, por lo que ambos instrumentos jurídicos han de leerse en conjunto.

Este reglamento establece unos requisitos uniformes en relación con la publicación de datos sobre la negociación. Así, el título II establece el marco jurídico aplicable a la transparencia para los centros de negociación, distinguiendo entre la transparencia para las acciones e instrumentos asimilados, y para los instrumentos distintos de acciones y de instrumentos asimilados. Por su parte, el título III regula la transparencia para los internalizadores sistemáticos y las empresas de servicios de inversión que negocien en mercados extrabursátiles.

En el título IV se regula la comunicación de operaciones a las autoridades competentes, estableciendo para las empresas de servicios de inversión las obligaciones de preservar la integridad del mercado, conservar registros, comunicar las operaciones y facilitar datos de referencia sobre los instrumentos financieros.

Los derivados se regulan en el título V. Para ello se establece la obligación de negociación en mercados regulados, SMN o SOC y la obligación de compensación para los derivados negociados en mercados. En este sentido, se delega en la AEVM la elaboración de proyectos de normas técnicas de regulación a fin de especificar determinados aspectos de estas obligaciones.

En el título VI se regula el acceso no discriminatorio a los mecanismos de compensación para los instrumentos financieros. Así, se regula expresamente el acceso no discriminatorio a una ECC, el acceso no discriminatorio a un centro de negociación, el acceso no discriminatorio a los índices de referencia y la obligación de concesión de licencia, así como el acceso de las ECC y los centros de negociación de terceros países.

En el título VII de este reglamento se regulan los poderes de intervención de las autoridades competentes, de la AEVM y la Autoridad Bancaria Europea (ABE), y los poderes de la AEVM en materia de controles de la gestión de posiciones y límites de las posiciones.

El título VIII está dedicado a la prestación de servicios de inversión o realización de actividades de inversión por parte de empresas de terceros países con arreglo a una decisión aplicable de la Comisión en materia de equivalencia con o sin sucursal.

Este Reglamento (UE) n.º 600/2014 modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones.

**Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014**, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE (MiFID).

La presente directiva debe leerse en conjunto con el Reglamento (UE) n.º 600/2014 (MiFIR). En concreto, la directiva se aplicará a las empresas de servicios de inversión, a los organismos rectores del mercado, a los proveedores de servicios de suministro de datos y a las empresas de terceros países que presten servicios de inversión y/o ejerzan actividades de inversión mediante el establecimiento de una sucursal en la Unión Europea.

La directiva recoge las disposiciones que rigen la autorización de la actividad, la adquisición de participaciones cualificadas, el ejercicio de la libertad de establecimiento y de la libre prestación de servicios, las condiciones operativas según las cuales las empresas de servicios de inversión han de garantizar la protección del inversor, las competencias de las autoridades de supervisión de los Estados Miembros de origen y acogida y el régimen sancionador.

Así, el título II regula las condiciones de autorización y funcionamiento de las empresas de servicios de inversión, estableciéndose la obligatoriedad de la autorización, así como el procedimiento tanto para su concesión como para su revocación. Igualmente, se presta especial atención al gobierno corporativo de las empresas de servi-

cios de inversión, además de a la idoneidad de los socios o accionistas con participaciones cualificadas.

La autorización de mercados regulados, los requisitos aplicables al órgano de dirección del organismo rector del mercado o a las personas que ejercen una influencia significativa en la gestión del mercado regulado y los requisitos de organización y determinados aspectos de su funcionamiento se regulan en el título III de esta directiva. Asimismo, en este título se regulan las normas de acceso a un mercado regulado y la supervisión del cumplimiento de las normas del mercado regulado y de otras obligaciones legales.

El título IV se dedica a la limitación de las posiciones y controles de la gestión de posiciones en derivados sobre materias primas y comunicación.

La autorización de proveedores de servicios de suministro de datos (obligatoriedad, alcance, procedimiento, revocación, requisitos y condiciones) se regula en el título V de esta directiva.

El título VI está dedicado a la supervisión, la cooperación y la ejecución efectiva por parte de las autoridades competentes.

Esta directiva deroga, con efecto a partir del 3 de enero de 2017, la Directiva 2004/39/CE.

**Reglamento (UE) n.º 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de noviembre de 2014**, sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros (Corrección de errores publicada en el DOUE de 13 de diciembre de 2014)

Este Reglamento (UE) n.º 1286/2014 establece normas uniformes sobre el formato y el contenido del documento de datos fundamentales que deben elaborar los productores de productos de inversión minorista empaquetados y de productos de inversión basados en seguros («productos empaquetados o basados en seguros»), así como sobre el suministro del documento de datos fundamentales a los inversores minoristas con el fin de que estos puedan comprender y comparar las características fundamentales y los riesgos de dichos productos.

El ámbito de aplicación de este reglamento lo constituyen los productores de productos empaquetados o basados en seguros y las personas que asesoren sobre tales productos o que los vendan. Quedan excluidos del mismo los siguientes productos:

- Productos de seguro distintos del seguro de vida enumerados en el anexo I de la Directiva 2009/138/CE.
- Contratos de seguro de vida en los que las prestaciones previstas en el contrato sean pagaderas únicamente en caso de fallecimiento o en caso de invalidez producida por accidente, enfermedad o afección.
- Depósitos distintos de los depósitos estructurados definidos en el artículo 4, apartado 1, punto 43, de la Directiva 2014/65/UE.
- Valores mencionados en el artículo 1, apartado 2, letras de la b) a la g), i) y j) de la Directiva 2003/71/CE.

- Productos de pensión que, con arreglo al Derecho nacional, tengan reconocida como finalidad primaria la de proveer al inversor de unos ingresos en la jubilación y le den derecho a ciertos beneficios.
- Regímenes de pensiones de empleo reconocidas oficialmente incluidos en el ámbito de aplicación de la Directiva 2003/41/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (1) o de la Directiva 2009/138/CE.
- Productos de pensión individuales en relación con los cuales el Derecho nacional exija una contribución financiera del empleador y en los cuales el empleador o el empleado no tengan posibilidad alguna de elegir el producto de pensión o su proveedor.

Debido a que para establecer la confianza de los inversores minoristas en los mercados financieros es esencial mejorar la información sobre los productos empaquetados o basados en seguros, resulta igualmente importante una regulación efectiva de los procesos de venta de tales productos. Por ello, este Reglamento complementa las medidas sobre distribución establecidas en la Directiva 2014/65/UE (MiFID).

## B.2 Abuso de mercado

**Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014**, sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado) y por el que se derogan la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y las Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE de la Comisión.

Este Reglamento (UE) n.º 596/2014 establece un marco normativo común en el ámbito del abuso de mercado, más uniforme y fuerte para preservar la integridad del mercado, evitar el posible arbitraje regulatorio y garantizar la obligación de rendir cuentas en caso de producirse una manipulación. Asimismo, se pretende aumentar la seguridad jurídica y reducir la complejidad reguladora para los participantes del mercado, reforzando la protección de los inversores y su confianza en esos mercados.

El ámbito de aplicación del presente reglamento se amplía respecto a la regulación anterior. A estos efectos, el reglamento será de aplicación a:

- Los instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado o para los que se haya solicitado la admisión a negociación en un mercado regulado.
- Los instrumentos financieros negociados en un sistema multilateral de negociación (SMN), los admitidos a negociación en un SMN o para los que se haya solicitado la admisión a negociación en un SMN.
- Los instrumentos financieros negociados en un sistema organizado de contratación (SOC).
- Otros instrumentos financieros cuyo precio o valor dependa de los instrumentos financieros previamente mencionados, o tenga un efecto sobre el precio o el valor de los mismos, incluidos, aunque no de forma exclusiva, las permutas de riesgo de crédito y los contratos por diferencias.



A efectos de transparencia, los organismos rectores de los mercados regulados, de los SMN o de los SOC deben notificar sin demora a la autoridad competente los detalles de estos instrumentos financieros para los que se haya solicitado admisión a negociación, estén admitidos a negociación o se negocien por primera vez, al igual que cuando los mismos dejen de negociarse o de estar admitidos a negociación. Las notificaciones deben comunicarse a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) por parte de las autoridades competentes, y la AEVM debe publicar una lista con todos los instrumentos financieros notificados.

A efectos del presente reglamento, el concepto de «abuso de mercado» abarca conductas ilegales en los mercados financieros y debe entenderse como la realización de operaciones con información privilegiada, la comunicación ilícita de información privilegiada y la manipulación de mercado. En este sentido, el artículo 7 concreta qué tipos de información han de entenderse por información privilegiada, el artículo 10 especifica cuándo existe comunicación ilícita de información privilegiada y el artículo 12 determina las actividades que incluyen la manipulación de mercado.

El presente reglamento, a efectos de adaptar la normativa a los cambios legislativos, en los mercados y en las tecnologías, deroga con efecto a partir del 3 de julio de 2016, las siguientes normas:

- Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación de mercado (abuso de mercado) con efecto a partir del 3 de julio de 2016.
- La Directiva 2003/124/CE, a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación de mercado.
- La Directiva 2003/125/CE, a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de conflictos de intereses.
- La Directiva 2004/72/CE, a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE en lo relativo a las prácticas de mercado aceptadas, la definición de información privilegiada para los instrumentos derivados sobre materias primas, la elaboración de listas de personas con información privilegiada, la notificación de las operaciones efectuadas por directivos y la notificación de las operaciones sospechosas.

**Directiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014**, sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado (Directiva sobre abuso de mercado).

La presente directiva establece normas mínimas en materia de sanciones penales aplicables a las operaciones con información privilegiada, la comunicación ilícita de información privilegiada y la manipulación de mercado, con el fin de garantizar la integridad de los mercados financieros de la Unión Europea y aumentar la protección de los inversores y la confianza en esos mercados.

El ámbito de aplicación de esta directiva se determina de forma que complemente y garantice la aplicación efectiva del Reglamento sobre abuso de mercado (Reglamen-



to (UE) n.º 596/2014). A estos efectos, quedan comprendidos en este ámbito de aplicación:

- Los instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado o para los que se haya solicitado la admisión a negociación en un mercado regulado.
- Los instrumentos financieros negociados en un SMN, los admitidos a negociación en un SMN o para los que se haya solicitado la admisión a negociación en un SMN.
- Los instrumentos financieros negociados en un SOC.
- Otros instrumentos financieros cuyo precio o valor dependa de los instrumentos financieros previamente mencionados, o tenga un efecto sobre el precio o el valor de los mismos, incluidos, aunque no de forma exclusiva, las permutas de riesgo de crédito y los contratos financieros por diferencias.

También será de aplicación a las conductas y operaciones –incluidas las ofertas– relativas a las subastas en una plataforma de subasta autorizada como mercado regulado de derechos de emisión u otros productos subastados basados en ellos, aun cuando dichos productos subastados no sean instrumentos financieros.

En línea con lo establecido en el Reglamento sobre abuso de mercado, se excluyen del ámbito de aplicación de la directiva:

- La negociación con acciones propias en programas de recompra.
- La negociación de valores o de instrumentos asociados para la estabilización de valores.
- Las operaciones, órdenes o conductas que respondan a fines de política monetaria, tipo de cambio o gestión de la deuda pública, las actividades que respondan a la política climática de la Unión Europea o las actividades que respondan a la política agrícola y pesquera común de la Unión Europea.

Esta directiva refuerza el cumplimiento de las normas sobre abuso de mercado previendo sanciones penales para las formas más graves de abuso de mercado.

A estos efectos, algunos de los factores que han de tenerse en cuenta para considerar como graves las operaciones con información privilegiada y la comunicación ilícita de información privilegiada son el elevado impacto en la integridad del mercado, el beneficio derivado real o potencial o las pérdidas evitadas, la importancia del daño causado al mercado o el valor general de los instrumentos financieros. Igualmente, se tendrá en cuenta que estas infracciones se hayan cometido en el marco de una organización directiva o que el infractor sea reincidente.

Por su parte, la manipulación de mercado debe considerarse grave cuando, entre otras circunstancias, sea elevado: el impacto en la integridad del mercado, el beneficio derivado real o potencial o las pérdidas evitadas, la importancia del daño causado al mercado o el nivel de la alteración del valor del instrumento financiero o del contrato del contado sobre materias primas, o el importe de los fondos utilizados inicialmente. Igualmente, se considerará grave cuando la manipulación la haya

cometido una persona empleada o que trabaje en el sector financiero o en una autoridad supervisora o reguladora.

Esta Directiva 2014/57/UE impone a los Estados Miembros que garanticen la punibilidad de la incitación, complicidad y tentativa de las infracciones reguladas. Asimismo, prevé la duración mínima del periodo máximo de privación de libertad para cada una de las infracciones, fijándolo en al menos cuatro años para las operaciones con información privilegiada y la manipulación de mercado, y en al menos dos años para la comunicación ilícita de información privilegiada.

Se establece que los Estados Miembros deben hacer extensiva a las personas jurídicas la responsabilidad respecto de las infracciones contempladas en esta directiva mediante sanciones de naturaleza penal o no penal u otras medidas que sean eficaces, proporcionadas y disuasorias (exclusión del disfrute de ventajas o ayudas públicas, prohibición temporal o permanente del ejercicio de actividades comerciales, vigilancia judicial, disolución judicial o cierre temporal o definitivo de los establecimientos utilizados para cometer la infracción).

### B.3 Emisores y cotizadas

**Reglamento delegado (UE) n.º 382/2014 de la Comisión, de 7 de marzo de 2014**, por el que se complementa la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación en materia de publicación de suplementos del folleto.

Este reglamento delegado establece normas técnicas de regulación que especifican determinadas situaciones en las que la publicación de un suplemento del folleto será obligatoria, sin perjuicio de que, de acuerdo con las características del emisor o de los valores concretos, pueda resultar oportuna la publicación de un suplemento en otros casos adicionales.

En este sentido, con carácter general, el reglamento delegado establece la obligatoriedad de publicar un suplemento del folleto, al menos, en los siguientes supuestos:

- Publicación de nuevos estados financieros anuales auditados.
- Publicación de una modificación de una previsión o estimación de beneficios ya incluida en el folleto.
- Cambio de control del emisor.
- Presentación de una nueva oferta pública de adquisición por parte de terceros durante el periodo de vigencia de una oferta previa, o el resultado de cualquier oferta pública de adquisición.
- Modificación de la declaración sobre el capital circulante incluida en el folleto, cuando el capital circulante pase a ser suficiente o insuficiente para cubrir las necesidades actuales del emisor.
- Solicitud de admisión a cotización en uno o varios mercados regulados adicionales de otro u otros Estados Miembros, o intención de presentar una oferta pública en uno o varios Estados Miembros diferentes de los previstos en el folleto.

- Adquisición de un nuevo compromiso financiero significativo.
- Aumento del importe nominal agregado de un programa de oferta.

#### **B.4 Empresas de servicios de inversión y entidades de crédito**

**Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014**, por la que se establece un marco para la reestructuración y la resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, y por la que se modifican la Directiva 82/891/CEE del Consejo, y las Directivas 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE y 2013/36/UE, y los Reglamentos (UE) n.º 1093/2010 y (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo.

La presente directiva establece normas y procedimientos para la reestructuración y resolución de:

- Las entidades que estén establecidas en la Unión Europea.
- Las entidades financieras que estén establecidas en la Unión Europea y sean filiales de una entidad de crédito o de una empresa de servicios de inversión.
- Las sociedades financieras de cartera, las sociedades financieras mixtas de cartera y las sociedades mixtas de cartera que estén establecidas en la Unión Europea.
- Las sociedades financieras de cartera matrices de un Estado Miembro, las sociedades financieras de cartera matrices de la Unión Europea, las sociedades financieras mixtas de cartera matrices de un Estado Miembro y las sociedades financieras mixtas de cartera matrices de la Unión Europea.
- Las sucursales de entidades que estén establecidas o situadas fuera de la Unión Europea, conforme a las condiciones específicas establecidas en esta directiva.

Con esta regulación, se pretende establecer un marco normativo armonizado que dote a las autoridades de una serie de instrumentos creíbles para intervenir con la suficiente antelación y rapidez en una entidad con problemas de solidez o inviable, a fin de garantizar la continuidad de las funciones financieras y económicas esenciales de la entidad, al tiempo que se minimiza el impacto de su inviabilidad en el sistema económico y financiero.

En este sentido, las nuevas competencias que se atribuyen a las autoridades tienen por objetivo ayudar a evitar la desestabilización de los mercados financieros y minimizar los costes para el contribuyente. Entre estas competencias pueden destacarse la de mantener un acceso ininterrumpido a los depósitos y a las operaciones de pago, o la de vender partes viables de una entidad, cuando proceda, y asignar pérdidas de manera justa y previsible.

Los Estados Miembros tienen libertad para designar a una o, excepcionalmente, varias autoridades de resolución a fin de realizar las funciones y tareas relacionadas con la resolución conforme a la presente directiva, garantizando la celeridad necesaria en la intervención, asegurando la independencia de los agentes económicos y evitando conflictos de intereses. Estas autoridades de resolución podrán ser los ban-

cos centrales nacionales, los ministerios competentes u otras autoridades administrativas públicas con potestades de administración pública.

Esta Directiva 2014/59/UE presta especial atención a la planificación de la reestructuración y la resolución, componentes clave de una resolución eficaz.

Con relación directa, se encuentra la actuación temprana, a la cual se dedica el título III de esta directiva. En este sentido, y con el fin de preservar la estabilidad financiera, es importante que las autoridades competentes puedan corregir el deterioro de la situación financiera y económica de una entidad antes de que llegue a un punto en el que las autoridades no tengan más alternativa que la resolución, por lo que las autoridades competentes deben contar con competencias de intervención desde el primer momento.

El título IV se dedica a la resolución, que debe realizarse con los objetivos de mantener la continuidad de las funciones esenciales, evitar repercusiones negativas importantes sobre la estabilidad financiera, proteger los fondos públicos minimizando la dependencia de ayudas financieras públicas extraordinarias, proteger a los depositantes cubiertos por la Directiva 2014/49/UE y a los inversores cubiertos por la Directiva 97/9/CE, y proteger los fondos y los activos de los clientes.

Los títulos V, VI y VII recogen el marco normativo aplicable a la resolución de grupo transfronterizo, a las relaciones con terceros países y a los mecanismos de financiación, respectivamente. Por su parte, el título VIII aborda tanto las sanciones administrativas como las otras medidas administrativas, con el fin de abarcar todas las acciones aplicadas tras la comisión de una infracción al objeto de evitar futuras infracciones, con independencia de que sean calificadas de sanción u otra medida administrativa con arreglo al Derecho nacional.

Finalmente, el título IX regula las competencias de ejecución y, en concreto, el ejercicio de la delegación, en virtud del cual se otorgan a la Comisión los poderes para adoptar actos delegados en las condiciones establecidas en la presente directiva.

Asimismo, los artículos del 116 al 126 de esta directiva recogen las modificaciones de las Directivas 82/891/CEE, 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE, 2013/36/UE y los Reglamentos (UE) n.º 1093/2010 y (UE) n.º 648/2012.

**Reglamento (UE) n.º 806/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de julio**, por el que se establecen normas uniformes y un procedimiento uniforme para la resolución de entidades de crédito y de determinadas empresas de servicios de inversión en el marco de un Mecanismo Único de Resolución y un Fondo Único de Resolución y se modifica el Reglamento (UE) n.º 1093/2010.

El presente reglamento establece unas normas y un procedimiento uniformes para la resolución de los entes incluidos en su ámbito de aplicación que estén establecidos en los Estados Miembros participantes conforme al artículo 4.

El ámbito de aplicación del presente reglamento incluye a los siguientes entes:

- Las entidades de crédito establecidas en los Estados Miembros participantes.
- Las empresas matrices, incluidas las sociedades financieras de cartera y las sociedades financieras mixtas de cartera establecidas en uno de los Estados

Miembros participantes, cuando estén sujetas a la supervisión en base consolidada del BCE, de conformidad con el artículo 4, apartado 1, letra g), del Reglamento (UE) n.º 1024/2013.

- Las empresas de servicios de inversión y las entidades financieras establecidas en un Estado Miembro participante cuando estén incluidas en el ámbito de la supervisión en base consolidada de la empresa matriz realizada por el BCE, de conformidad con el artículo 4, apartado 1, letra g), del Reglamento (UE) n.º 1024/2013.

El reglamento se divide en cuatro partes:

- La parte I se ocupa de las disposiciones generales, de manera que, principalmente, recoge el objeto, el ámbito de aplicación, las definiciones y otros aspectos generales.
- La parte II contiene disposiciones específicas en relación con las funciones enmarcadas en el Mecanismo Único de Resolución (MUR), como la planificación, la actuación temprana, la resolución, la cooperación, las competencias de investigación y las sanciones.
- La parte III, relativa al marco institucional, regula la Junta, y en concreto, su sesión plenaria, su sesión ejecutiva y su presidente. También regula el Fondo Único de Resolución, particularmente su constitución, su administración y su utilización.
- La parte IV regula los poderes de ejecución.

Normas técnicas de regulación y normas técnicas de ejecución de la Comisión:

- **Reglamento Delegado (UE) n.º 183/2014 de la Comisión, de 20 de diciembre de 2013**, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, en lo que respecta a las normas técnicas de regulación, para especificar el cálculo de los ajustes por riesgo de crédito específico y por riesgo de crédito general.
- **Reglamento Delegado (UE) n.º 241/2014 de la Comisión, de 7 de enero de 2014**, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las normas técnicas de regulación aplicables a los requisitos de fondos propios de las entidades.
- **Reglamento Delegado (UE) n.º 342/2014 de la Comisión, de 21 de enero de 2014**, que completa la Directiva 2002/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la aplicación de los métodos de cálculo de los requisitos de adecuación del capital aplicables a los conglomerados financieros.
- **Reglamento Delegado (UE) n.º 604/2014 de la Comisión, de 4 de marzo de 2014**, por el que se complementa la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación en relación con los criterios cualitativos y los criterios cuantitativos adecuados para

determinar las categorías de personal cuyas actividades profesionales tienen una incidencia importante en el perfil de riesgo de una entidad.

- **Reglamento Delegado (UE) n.º 523/2014 de la Comisión, de 12 de marzo de 2014**, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación, para determinar qué es lo que constituye la estrecha correspondencia entre el valor de los bonos garantizados de una entidad y el valor de sus activos.
- **Reglamento Delegado (UE) n.º 524/2014 de la Comisión, de 12 de marzo de 2014**, por el que se completa la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican la información que las autoridades competentes de los Estados Miembros de origen y de acogida deben facilitarse mutuamente.
- **Reglamento Delegado (UE) n.º 525/2014 de la Comisión, de 12 de marzo de 2014**, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación para la definición de «mercado».
- **Reglamento Delegado (UE) n.º 526/2014 de la Comisión, de 12 de marzo de 2014**, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación para la determinación de un diferencial comparable y un número limitado de carteras menores a efectos del riesgo de ajuste de valoración del crédito.
- **Reglamento Delegado (UE) n.º 527/2014 de la Comisión, de 12 de marzo de 2014**, por el que se completa la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican las clases de instrumentos que reflejan de manera adecuada la calidad crediticia de la entidad en una perspectiva de continuidad de la explotación y resultan adecuados a efectos de la remuneración variable.
- **Reglamento Delegado (UE) n.º 528/2014 de la Comisión, de 12 de marzo de 2014**, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación para el riesgo distinto de delta de las opciones en el método estándar del riesgo del mercado.
- **Reglamento Delegado (UE) n.º 529/2014 de la Comisión, de 12 de marzo de 2014**, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación para evaluar la importancia de las ampliaciones y modificaciones del método basado en calificaciones internas y del método avanzado de cálculo.
- **Reglamento Delegado (UE) n.º 530/2014 de la Comisión, de 12 de marzo de 2014**, por el que se completa la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación destinadas a definir más en detalle las exposiciones significativas y los umbrales a efectos de los métodos internos relativos al riesgo específico de la cartera de negociación.
- **Reglamento Delegado (UE) n.º 625/2014 de la Comisión, de 13 de marzo de 2014**, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento

Europeo y del Consejo mediante normas técnicas de regulación en las que se especifican los requisitos aplicables a las entidades inversoras, patrocinadoras, acreedoras originales y originadoras en relación con las exposiciones al riesgo de crédito transferido.

- **Reglamento de Ejecución (UE) n.º 680/2014 de la Comisión, de 16 de abril de 2014**, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en relación con la comunicación de información con fines de supervisión por parte de las entidades, de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo.
- **Reglamento de Ejecución (UE) n.º 591/2014 de la Comisión, de 3 de junio de 2014**, relativo a la prórroga de los periodos transitorios relacionados con los requisitos de fondos propios por exposiciones frente a entidades de contrapartida central indicadas en el Reglamento (UE) n.º 575/2013 y el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo.
- **Reglamento de Ejecución (UE) n.º 602/2014 de la Comisión, de 4 de junio de 2014**, por el que se establecen normas técnicas de ejecución a fin de facilitar la convergencia de las prácticas de supervisión en lo que respecta a la aplicación de una ponderación de riesgo adicional con arreglo al Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo.
- **Reglamento de Ejecución (UE) n.º 620/2014 de la Comisión, de 4 de junio de 2014**, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en lo que respecta al intercambio de información entre las autoridades competentes de los Estados Miembros de origen y de acogida, de conformidad con la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo.
- **Reglamento de Ejecución (UE) n.º 650/2014 de la Comisión, de 4 de junio de 2014**, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en lo que respecta al formato, la estructura, el índice de contenidos y la fecha de publicación anual de la información que deben publicar las autoridades competentes de conformidad con la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo.
- **Reglamento Delegado (UE) n.º 1151/2014 de la Comisión, de 4 de junio de 2014**, por el que se completa la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la información que se ha de notificar a la hora de ejercer el derecho de establecimiento y la libre prestación de servicios.
- **Reglamento Delegado (UE) n.º 1152/2014 de la Comisión, de 4 de junio de 2014**, por el que se completa la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en cuanto a las normas técnicas de regulación relativas a la determinación de la ubicación geográfica de las exposiciones crediticias pertinentes para el cálculo del porcentaje de colchón de capital anticíclico específico de cada entidad.
- **Reglamento de Ejecución (UE) n.º 710/2014 de la Comisión, de 23 de junio de 2014**, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en lo que respecta a las condiciones de aplicación del proceso de decisión conjunta sobre los requisitos prudenciales específicos de las entidades, de conformidad con la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo.



- **Reglamento de Ejecución (UE) n.º 926/2014 de la Comisión, de 27 de agosto de 2014**, por el que se establecen normas técnicas de ejecución con respecto a los modelos de formularios, plantillas y procedimientos para las notificaciones relativas al ejercicio del derecho de establecimiento y de la libre prestación de servicios con arreglo a la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo.
- **Reglamento de Ejecución (UE) n.º 945/2014 de la Comisión, de 4 de septiembre de 2014**, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en lo que respecta a los índices pertinentes debidamente diversificados, de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo.
- **Reglamento de Ejecución (UE) n.º 1030/2014 de la Comisión, de 29 de septiembre de 2014**, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en lo que respecta a los modelos uniformes y la fecha a efectos de la divulgación de los valores utilizados para identificar las entidades de importancia sistémica mundial, de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo.
- **Reglamento Delegado (UE) n.º 1187/2014 de la Comisión, de 2 de octubre de 2014**, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las normas técnicas de regulación para determinar la exposición global frente a un cliente o un grupo de clientes vinculados entre sí con respecto a las operaciones con activos subyacentes.
- **Reglamento Delegado (UE) n.º 1222/2014 de la Comisión, de 8 de octubre**, por el que se completa la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las normas técnicas de regulación que determinan el método para la identificación de las entidades de importancia sistémica mundial (EISM) y la definición de las subcategorías de entidades de importancia sistémica mundial.
- **Reglamento de Ejecución (UE) n.º 1317/2014 de la Comisión, de 11 de diciembre de 2014**, relativo a la prórroga de los periodos transitorios relacionados con los requisitos de fondos propios por exposiciones frente a entidades de contrapartida central indicadas en el Reglamento (UE) n.º 575/2013 y el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo.

## **B.5 Instituciones de inversión colectiva y entidades de capital-riesgo**

**Directiva 2014/91/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio**, que modifica la Directiva 2009/65/CE por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), en lo que se refiere a las funciones de depositario, las políticas de remuneración y las sanciones.

A través de esta Directiva 2014/91/UE, se modifica la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo para atender a la evolución del mercado y a la experiencia adquirida hasta ahora por los participantes en el mercado y los supervisores, con el objetivo de solventar las divergencias entre las disposiciones nacionales.

A estos efectos, las principales modificaciones se centran en las funciones y la responsabilidad de los depositarios, la política de remuneración y las sanciones.



Esta directiva regula los siguientes aspectos relativos a las instituciones de inversión colectiva (IIC) armonizadas :

- Se regulan las políticas de remuneración a fin de garantizar la sana gestión del riesgo.
- Se establece que las IIC deben designar un único depositario y se introduce una lista de las obligaciones de vigilancia que incumben a los depositarios en relación con las IIC, incluido el adecuado control de los flujos de tesorería de las mismas.
- Se admite la delegación de las funciones de custodia, pero en ningún caso la de las funciones de vigilancia ni de control de flujos de tesorería, exigiéndose además la realización de auditorías externas para asegurar que los activos permanecen en su poder.
- Se introducen normas sobre derecho sancionador, en cuanto a importes de las sanciones, régimen de publicación de las sanciones y denuncias de prácticas irregulares.

Normas técnicas de ejecución de la Comisión:

- **Reglamento de Ejecución (UE) n.º 593/2014 de la Comisión, de 3 de junio de 2014**, por el que se establecen normas técnicas de ejecución relativas al formato de la notificación con arreglo al artículo 16, apartado 1, del Reglamento (UE) n.º 345/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre los fondos de capital-riesgo europeos.

## B.6 Gobierno corporativo

**Recomendación de la Comisión de 9 de abril de 2014**, sobre la calidad de la información presentada en relación con la gobernanza empresarial («cumplir o explicar»).

La finalidad de la presente recomendación es ofrecer orientación a los Estados Miembros, los organismos responsables de los códigos nacionales de gobernanza empresarial, las empresas y otras partes interesadas para ayudarlos a mejorar la calidad global de sus declaraciones de gobernanza empresarial publicadas de conformidad con el artículo 20 de la Directiva 2013/34/UE, en concreto, las explicaciones ofrecidas en caso de la no aplicación de las recomendaciones del código pertinente.

Principalmente, se trata de evitar tanto que las empresas emitan declaraciones de carácter excesivamente general –y, consecuentemente, dejen al margen aspectos importantes para los accionistas–, como que proporcionen un exceso de información que no permita conocer con exactitud la situación real de la empresa. A estos efectos, el apartado 8 de la sección III de esta recomendación recoge qué ha de indicarse claramente en relación con las recomendaciones específicas no aplicadas:

- Explicar de qué manera han desatendido esa recomendación.
- Describir las razones para ello.

- Describir cómo adoptaron la decisión de desatender la recomendación.
- Cuando la no aplicación sea temporal, explicar cuándo prevén atenderla.
- Cuando proceda, describir la medida adoptada en lugar del cumplimiento de la recomendación y explicar cómo contribuye esa medida al logro del objetivo subyacente de la recomendación específica o del código en su conjunto; o aclarar cómo contribuye a la buena gobernanza empresarial.

## **B.7 Depositarios centrales de valores y entidades de contrapartida central**

**Reglamento (UE) n.º 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio**, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento (UE) n.º 236/2012.

Este Reglamento (UE) n.º 909/2014 establece requisitos uniformes para la liquidación de los instrumentos financieros en la Unión Europea, así como normas de organización y conducta de los depositarios centrales de valores (en adelante, DCV) con vistas a promover una liquidación correcta, eficiente y segura.

Se aplicará a la liquidación de todos los instrumentos financieros y todas las actividades de los DCV, salvo que sus disposiciones indiquen lo contrario.

El citado reglamento se estructura en seis títulos:

- El título I se ocupa del objeto, ámbito de aplicación y definiciones.
- En el título II, dedicado a la liquidación de valores, se establece la obligación de representación mediante anotaciones en cuenta y registro en los DCV, la obligación de liquidar en fecha, se recogen medidas para solucionar operaciones fallidas y se regula la liquidación internalizada.
- El título III trata sobre los DCV. En él se regulan la autorización y la supervisión de los DCV y, en este sentido, se establecen las autoridades competentes, las condiciones y los procedimientos de autorización, la supervisión, el régimen de prestación de servicios en otro Estado Miembro y las relaciones con terceros países.
- Igualmente, en este título se recogen tanto los requisitos aplicables a los DCV –en concreto, requisitos organizativos y normas de conducta– como los requisitos aplicables a los servicios de los DCV, requisitos prudenciales y requisitos de los enlaces entre DCV.
- Se regula también el acceso a los DCV, tanto de los emisores como entre los propios DCV.
- El título IV reglamenta la prestación de servicios auxiliares de tipo bancario a los participantes en los DCV. A estos efectos, principalmente, se establecen los requisitos de autorización para la prestación de estos servicios, el procedimiento de concesión y denegación de la autorización, la ampliación de los servicios auxiliares de tipo bancario y la revocación de la autorización.

- El título V es el relativo a las sanciones. Entre otros aspectos, se regulan las sanciones administrativas y otras medidas, la publicación de las decisiones, la aplicación efectiva de las sanciones y la comunicación de las infracciones.
- El título VI hace referencia a la delegación de poderes, competencias de ejecución y disposiciones transitorias, modificativas y finales.

Normas técnicas de regulación de la Comisión:

- **Reglamento Delegado (UE) n.º 285/2014 de la Comisión, de 13 de febrero de 2014**, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las normas técnicas de regulación relativas al efecto directo, importante y predecible de los contratos dentro de la Unión y a la prevención de la elusión de normas y obligaciones.
- **Reglamento Delegado (UE) n.º 667/2014 de la Comisión, de 13 de marzo de 2014**, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas de procedimiento relativas a las sanciones impuestas a los registros de operaciones por la Autoridad Europea de Valores y Mercados, incluidas las normas relativas al derecho de defensa y las disposiciones temporales.

## B.8 Sistema Europeo de Supervisión Financiera

**Directiva 2014/51/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014**, por la que se modifican las Directivas 2003/71/CE y 2009/138/CE y los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009, (UE) n.º 1094/2010 y (UE) n.º 1095/2010 en lo que respecta a los poderes de la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación) y de la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados).

La presente directiva tiene unos objetivos que, dado que no pueden ser alcanzados de manera suficiente por los Estados Miembros, pueden lograrse mejor a escala comunitaria.

Estos objetivos son:

- Mejorar el funcionamiento del mercado interior, garantizando un nivel elevado, efectivo y coherente de regulación y supervisión prudencial.
- Proteger a los tomadores de seguros y a los beneficiarios y, por tanto, a las empresas y consumidores.
- Proteger la integridad, la eficiencia y el correcto funcionamiento de los mercados financieros.
- Mantener la estabilidad del sistema financiero.
- Reforzar la coordinación internacional.

El articulado de esta directiva modifica determinadas normas comunitarias, en concreto:

- La Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores mobiliarios y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE.
- La Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2009, sobre el seguro de vida, el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio (Solvencia II).
- Reglamento (CE) n.º 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre las agencias de calificación crediticia.
- Reglamento (UE) n.º 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), se modifica la Decisión 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/77/CE de la Comisión.

## **B.9 Directrices y recomendaciones de ESMA**

**Directrices y recomendaciones relativas a la aplicación de los Principios del CSPL-OICV relativos a las Infraestructuras de los Mercados Financieros en relación con las entidades de contrapartida central, publicadas el 4 de septiembre de 2014.** (Notificado a ESMA su cumplimiento el 30 de octubre de 2014).

Estas directrices y recomendaciones se refieren a la aplicación de los Principios del CSPL-OICV relativos a las Infraestructuras de los Mercados Financieros (PIMF) por las autoridades competentes como parte del ejercicio de sus obligaciones que resultan del EMIR en lo que respecta a la autorización y la supervisión de las ECC de acuerdo con el artículo 22, apartado 1, de dicho reglamento.

**Directrices de ESMA sobre la supervisión de información financiera, publicadas el 28 de octubre de 2014.** (Notificado a ESMA su cumplimiento el 15 de diciembre de 2014).

Estas directrices se aplican en relación con la supervisión de la información financiera conforme a la directiva sobre transparencia, con el fin de garantizar que la información financiera contenida en los documentos armonizados publicados por emisores cuyos valores se admiten a cotización en un mercado regulado se atenga a los requisitos que se derivan de dicha directiva.

Resultan de aplicación a todas las autoridades competentes de los Estados Miembros de la Unión Europea que se encargan de la supervisión de la información financiera con arreglo a la directiva sobre transparencia. Son asimismo de aplicación a las autoridades competentes de países del Espacio Económico Europeo que no son Estados Miembros de la Unión, en la medida en que la directiva sobre la transparencia sea aplicable en tales países.

**Directrices comunes sobre la convergencia de las prácticas supervisoras con respecto a la coherencia de los acuerdos de coordinación de la supervisión de congreso**

**merados financieros, publicadas el 22 de diciembre de 2014.** (Notificado su cumplimiento a ESMA el 29 de diciembre de 2014).

Estas directrices tienen por finalidad aclarar y mejorar la cooperación transfronteriza e intersectorial entre las autoridades competentes, así como complementar el funcionamiento de los colegios sectoriales (si los hubiese) cuando un grupo transfronterizo haya sido identificado como un conglomerado financiero con arreglo a la Directiva 2002/87/CE. Estas directrices también tienen por objeto mejorar la igualdad de condiciones en el mercado interior, garantizando la existencia de una coordinación coherente de la supervisión.

## **B.10 Otros**

**Directiva 2014/49/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014,** relativa a los sistemas de garantía de depósitos.

La presente directiva establece normas y procedimientos relativos al establecimiento y al funcionamiento de los sistemas de garantía de depósitos, al tiempo que constituye un instrumento esencial para la realización del mercado interior bajo el doble aspecto de la libertad de establecimiento y de la libre prestación de servicios financieros en el sector de las entidades de crédito, ya que refuerza la estabilidad del sistema bancario y la protección de los depositantes.

Esta regulación parte de la idea de que para facilitar el acceso a la actividad de las entidades de crédito y su ejercicio, es necesario eliminar algunas diferencias entre las legislaciones de los Estados Miembros en lo referente a los sistemas de garantía de depósitos a los que estas entidades de crédito están sometidas. En este sentido, exige que todas las entidades de crédito estén cubiertas por un sistema de garantía de depósitos.

La Directiva 2014/49/UE será aplicable a:

- Los sistemas de garantía de depósitos establecidos por disposición legal.
- Los sistemas de garantía de depósitos contractuales que estén oficialmente reconocidos como tales en virtud de lo dispuesto en la propia directiva.
- Los sistemas institucionales de protección contractuales que estén oficialmente reconocidos como sistemas de garantía de depósitos en virtud de lo dispuesto en la propia directiva.
- Las entidades de crédito afiliadas a los sistemas previamente indicados.

Se produce la derogación expresa, con efecto a partir del 4 de julio de 2019, de la Directiva 94/19/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo de 1994, en lo referente a sistemas de garantía de depósitos.

**Reglamento (UE) n.º 537/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014,** sobre los requisitos específicos para la auditoría legal de las entidades de interés público y por el que se deroga la Decisión 2005/909/CE de la Comisión (Corrección de errores publicada en el DOUE de 11 de junio de 2014).

El presente reglamento establece los requisitos para la ejecución de las auditorías legales de los estados financieros anuales y estados financieros consolidados de las entidades de interés público, las normas de organización y selección de los auditores legales y las sociedades de auditoría que deberán aplicar las entidades de interés público con el fin de reforzar su independencia y evitar conflictos de interés, y las normas relativas a la supervisión del cumplimiento de estos requisitos por los auditores legales y las sociedades de auditoría.

En este sentido, el título II del reglamento regula las condiciones para la realización de las auditorías legales de entidades de interés público. A estos efectos recoge, entre otros aspectos, los honorarios de auditoría, la prohibición de prestar servicios ajenos a la auditoría, la revisión del control de calidad del encargo, así como los distintos informes que deben presentar los auditores legales o las sociedades de auditoría que realicen auditorías legales de entidades de interés público (informe de auditoría, informe adicional para el comité de auditoría, informe para los supervisores de las entidades de interés público e informe de transparencia) y la información que deben facilitar anualmente a las autoridades competentes.

El título III establece las condiciones, el procedimiento y la duración de la designación de los auditores legales o las sociedades de auditoría por las entidades de interés público.

El título IV de este reglamento está dedicado a la supervisión y vigilancia de las actividades de los auditores legales y sociedades de auditoría que realicen la auditoría legal de las entidades de interés público, principalmente llevada a cabo por las autoridades competentes, las cuales deberán cumplir los requisitos de independencia y transparencia. A estos efectos, debe destacarse la importancia de la cooperación entre las autoridades competentes de los Estados Miembros, ya que garantiza una calidad elevada y uniforme de las auditorías legales en toda la Unión Europea.

Este Reglamento (UE) n.º 537/2014 deroga expresamente la Decisión 2005/909/CE.

**Directiva 2014/56/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014**, por la que se modifica la Directiva 2006/43/CE relativa a la auditoría legal de las cuentas anuales y de las cuentas consolidadas.

El objeto de la presente directiva es reforzar la confianza de los inversores en la veracidad y la imparcialidad de los estados financieros publicados mediante la mejora de la calidad de las auditorías legales realizadas en la Unión Europea. Con este objetivo, se armonizan las normas de independencia, objetividad y ética profesional de las personas que realizan auditorías legales, así como el marco para su vigilancia pública.

Con objeto de aumentar la independencia de los auditores legales y las sociedades de auditoría con respecto de la entidad auditada, estos deben ser independientes de dicha entidad y no estar implicados en los procesos de toma de decisiones de esta. Asimismo, también es importante que guarden constancia documental de todas las posibles amenazas de independencia y de las formas de salvaguardarlas. Los auditores también deben evitar los conflictos de interés.

Los auditores legales y las sociedades de auditoría deben adoptar políticas y procedimientos internos apropiados en relación con sus empleados y otras personas de sus organizaciones que intervengan en la realización de las auditorías legales, con el fin de garantizar su independencia y objetividad.

La directiva establece que los Estados Miembros se asegurarán de que existan sistemas efectivos de investigación y sanciones para detectar, corregir y prevenir la ejecución inadecuada de la auditoría legal.

Normas técnicas de regulación de la Comisión:

- **Reglamento Delegado (UE) 2015/1 de la Comisión, de 30 de septiembre de 2014**, por el que se completa el Reglamento (CE) n.º 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las normas técnicas de regulación aplicables a la información periódica sobre los honorarios cobrados por las agencias de calificación a efectos de la supervisión permanente por parte de la Autoridad Europea de Valores y Mercados.
- **Reglamento Delegado (UE) 2015/97 de la Comisión, de 17 de octubre de 2014**, que rectifica el Reglamento Delegado (UE) n.º 918/2012 por lo que respecta a la notificación de las posiciones cortas netas significativas en deuda soberana.





---

## Composición del Consejo de la CNMV a 30 de abril de 2015

<b>Presidenta</b>	Dña. María Elvira Rodríguez Herrero
<b>Vicepresidenta</b>	Dña. Lourdes Centeno Huerta
<b>Consejeros</b>	D. Fernando Restoy Lozano (Subgobernador del Banco de España)
	Dña. Rosa María Sánchez-Yebra Alonso (Secretaría General del Tesoro y Política Financiera)
	D. Oriol Amat i Salas
	D. Juan Manuel Santos-Suárez Márquez
	Dña. Beatriz Gloria Viana Miguel
<b>Secretario</b>	D. Fabio Pascua Mateo

---

## Composición del Comité Ejecutivo de la CNMV a 30 de abril de 2015<sup>1</sup>

<b>Presidenta</b>	Dña. María Elvira Rodríguez Herrero
<b>Vicepresidenta</b>	Dña. Lourdes Centeno Huerta
<b>Consejeros</b>	D. Oriol Amat i Salas
	D. Juan Manuel Santos-Suárez Márquez
	Dña. Beatriz Gloria Viana Miguel
<b>Secretario</b>	D. Fabio Pascua Mateo

---

1 El Comité Ejecutivo de la CNMV está regulado, en cuanto a su creación, constitución y funciones, por el artículo 18 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, según redacción dada al mismo por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

## Composición del Comité Consultivo de la CNMV a 30 de abril de 2015<sup>2</sup>

**Presidenta** Dña. Lourdes Centeno Huerta

**Secretario** D. Fabio Pascua Mateo

**Secretario Técnico** D. Víctor Rodríguez Quejido

### Vocales

#### Representantes de las infraestructuras de mercado

Titular D. Jaime Aguilar Fernández-Hontoria

Suplente D. Jorge Yzaguirre Scharfhausen

Titular D. Francisco Oña Navarro

Suplente D. Ignacio Solloa Mendoza

Titular Dña. Ana Ibáñez Díaz-Bustamante

Suplente Dña. Aránzazu Ullivarri Royuela

#### Representantes de los emisores

Titular D. Vicente Santamaría de Paredes Castillo

Suplente D. Rafael Mateu de Ros Cerezo

Titular D. Salvador Montejo Velilla

Suplente D. Rafael García de Diego Barber

#### Representantes de los inversores

Titular D. Mariano Rabadán Forniés

Suplente D. Ángel Martínez-Aldama Hervás

Titular D. Antonio M.ª Malpica Muñoz

Suplente D. José Manuel Pomarón Bagües

Titular D. Manuel Pardos Vicente

Suplente D. Daniel Araque Galván

Titular D. Jofre Farrés Roselló

Suplente D. Santiago Pérez Beltrán

#### Representantes de las entidades de crédito y las entidades aseguradoras

Titular D. Javier Rodríguez Pellitero

Suplente D. Juan Basurto Solaguren-Beascoa

Titular D. José María Méndez Álvarez-Cedrón

Suplente D. Antonio Jesús Romero Mora

Titular Dña. Cristina Freijanes Presmanes

Suplente Pendiente de designación

Titular Dña. Pilar González de Frutos

Suplente Dña. María Aránzazu del Valle Schaan

#### Representantes de los colectivos profesionales

Titular	D. Javier Lapastora Turpín
Suplente	D. Valentín Pich Rosell
Titular	D. Javier Méndez Llera
Suplente	D. Alfredo Jiménez Fernández
Titular	D. Fernando Vives Ruiz
Suplente	Dña. María Gutiérrez Urtiaga

#### Representantes del Fondo de Garantía de Inversiones

Titular	D. Ignacio Santillán Fraile
Suplente	D. José Ignacio García-Junceda Fernández

#### Representantes de las Comunidades Autónomas con mercado secundario oficial

##### *País Vasco*

Titular	D. Juan Miguel Bilbao Garai
Suplente	Dña. Zuriñe Embid Zubiría

##### *Cataluña*

Titular	D. Josep María Sánchez i Pascual
Suplente	Dña. Alba Currià Reynal

##### *Comunidad Valenciana*

Titular	D. Enrique Montes Estellés
Suplente	D. Roberto Esteve Carbonell

# Organigrama de la CNMV

