



Informe anual
sobre los mercados
de valores y su actuación
2018



**Informe anual de la CNMV sobre
los mercados de valores y su actuación
Ejercicio 2018**

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.

ISSN (edición electrónica): 1889-5166

Maqueta: Composiciones Rali, S.A.

Siglas y acrónimos

AA. PP.	Administraciones públicas
ABS	Asset-Backed Security
AEVM	Autoridad Europea de Valores y Mercados
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
AIF	Fondos de inversión alternativa / Alternative Investment Funds
ANC	Autoridad nacional competente
ANCV	Agencia Nacional de Codificación de Valores
ASCRI	Asociación Española de Entidades de Capital, Crecimiento e Inversión
AV	Agencia de valores
BCE	Banco Central Europeo
BIS	Banco Internacional de Pagos / 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 (antigua plataforma técnica de IBERCLEAR)
CC. AA.	Comunidades autónomas
CCC	Cámara de contrapartida central
CCVO	Contrato de compraventa de opciones
CDS	Permuta financiera sobre riesgos de impagos de deuda / Credit Default Swap
CDTI	Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial
CE	Comisión Europea
CFA	Contrato financiero atípico
CFD	Contrato financiero por diferencias / Contract For Differences
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CSD	Depositario central de valores / Central Securities Depository
CSDR	Reglamento de Depositarios Centrales de Valores / Central Securities Depositories Regulation
DCV	Depositario central de valores
DFI	Documento de datos fundamentales para el inversor
DLT	Tecnología de libros de cuentas distribuidos / Distributed Ledger Technology
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
EFAMA	Asociación Europea de Fondos de Inversión y Gestión de Activos / European Fund and Asset Management Association
EICC	Entidad de inversión colectiva de tipo cerrado
EIOPA	Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación / European Insurance and Occupational Pensions Authority
EIP	Entidad de interés público
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
FCRE	Fondo de capital riesgo europeo
FCR-pyme	Fondo de capital riesgo pyme
FESE	Fondo de emprendimiento social europeo
FI	Fondo de inversión
FICC	Fondo de inversión colectiva de tipo cerrado
FII	Fondo de inversión inmobiliaria
FIICIL	Fondo de instituciones de inversión colectiva de inversión libre
FIL	Fondo de inversión libre

FIN-NET	Financial Dispute Resolution Network
FINTECH	Tecnología financiera / Financial Technology
FMI	Fondo Monetario Internacional
FOGAIN	Fondo General de Garantía de Inversiones
FRA	Acuerdo sobre tipo de interés futuro / Forward Rate Agreement
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
FTM	Folleto de tarifas máximas
HFT	Negociación de alta frecuencia / High Frequency Trading
IAGC	Informe anual de gobierno corporativo
IARC	Informe anual de remuneraciones de consejeros
ICO	Ofertas iniciales de criptomonedas / Initial Coin Offerings
IIC	Institución de inversión colectiva
IICIL	Institución de inversión colectiva de inversión libre
IIMV	Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores
INFO	International Network of Financial Services Ombudsman Schemes
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores / International Organization of Securities Commissions
IPP	Información pública periódica
ISIN	Código internacional de valores / International Securities Identification Number
JERS	Junta Europea de Riesgo Sistémico
JUR	Junta Única de Resolución
Latibex	Mercado de Valores Latinoamericanos
LEI	Identificador de entidad jurídica / Legal Entity Identifier
LIIC	Ley de Instituciones de Inversión Colectiva
LMV	Ley del Mercado de Valores
LSC	Ley de Sociedades de Capital
MAB	Mercado Alternativo Bursátil
MAD	Directiva de Abuso de Mercado / Market Abuse Directive
MAR	Reglamento de Abuso de Mercado / Market Abuse Regulation
MARF	Mercado Alternativo de Renta Fija
MEDE	Mecanismo Europeo de Estabilidad
MEFF	Mercado Español de Futuros y Opciones Financieros
MiFID	Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros / Markets in Financial Instruments Directive
MiFIR	Reglamento de Mercados de Instrumentos Financieros / Markets in Financial Instruments Regulation
MOU	Acuerdo de colaboración / Memorandum of Understanding
MREL	Requisitos mínimos de recursos propios y pasivos admisibles / Minimum Requirement of Eligible Liabilities
MTS	Market for Treasury Securities
NCA	Autoridad nacional competente / National Competent Authority
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
OIS	Permutas de tipos de interés a un día / Overnight Indexed Swaps
OICVM	Organismo de inversión colectiva en valores mobiliarios
OPS	Oferta pública de suscripción de valores
OPV	Oferta pública de venta de valores
OTC	Over the Counter
PER	Price to Earnings Ratio
PFP	Plataformas de financiación participativa
PRES	Proceso de revisión y evaluación supervisora
PRIIP	Producto de inversión minorista empaquetado / Packaged Retail and Insurance-based Investment Product
PUI	Préstamo de última instancia
REIT	Sociedad anónima cotizada de inversión en el mercado inmobiliario / Real Estate Investment Trust
RENADE	Registro Nacional de los Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero
RFQ	Sistema de negociación por petición / Request for Quote
ROE	Rentabilidad sobre fondos propios / Return on Equity
SAC	Servicio de atención al cliente
SAMMS	Sistema Avanzado de Monitorización de Mercados Secundarios

SAREB	Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria
SCLV	Servicio de Compensación y Liquidación de Valores
SCR	Sociedad de capital riesgo
SCR-pyme	Sociedad de capital riesgo pyme
SENAF	Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros
SEND	Sistema Electrónico de Negociación de Deuda
SEPBLAC	Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención de Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias
SGC	Sociedad gestora de cartera
SGEGR	Sociedad gestora de empresas de capital riesgo
SGEIC	Sociedad gestora de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado
SGFT	Sociedad gestora de fondos de titulización
SGIIC	Sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva
SIB	Sistema de interconexión bursátil
SIBE	Sistema de Interconexión Bursátil Español
SICAV	Sociedad de inversión de capital variable
SICC	Sociedad de inversión colectiva de tipo cerrado
SII	Sociedad de inversión inmobiliaria
SIL	Sociedad de inversión libre
SLV	Sistema de liquidación de valores
SMN	Sistema multilateral de negociación
SNCE	Sistema Nacional de Compensación Electrónica
SON	Sistema organizado de negociación
SRB	Single Resolution Board
STOR	Comunicación de operaciones sospechosas / Suspicious Transaction and Order Report
SV	Sociedad de valores
TER	Gastos operativos de un fondo / Total Expense Ratio
TIR	Tasa interna de retorno
TRLMV	Texto refundido de la LMV (Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre)
T2S	TARGET2-Securities
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
VTD	Valor teórico del derecho
XBRL	Lenguaje extensible de informes de negocios / Extensible Business Reporting Language

Índice general

Siglas y acrónimos	5
Índice de recuadros	11
Índice de cuadros	13
Índice de gráficos	15
Índice de anexos	17
I Los mercados de valores y sus agentes	19
1 Entorno económico y financiero	21
1.1 Entorno internacional	21
1.2 Entorno nacional	36
2 Mercados y emisores	55
2.1 Mercados de renta variable	55
2.2 Renta fija	71
2.3 Mercados de productos derivados	84
2.4 Compensación, liquidación y registro	92
3 Entidades financieras y servicios de inversión	101
3.1 Inversión colectiva	101
3.2 Prestación de servicios de inversión	119
3.3 Entidades de capital riesgo y plataformas de financiación participativa	134
II La actuación de la CNMV en los mercados de valores	143
4 Información financiera y de gobierno corporativo de los emisores	145
4.1 Información financiera	145
4.2 Información referida a accionistas significativos, consejeros, directivos y autocartera	152
4.3 Informe de gobierno corporativo	158
5 Supervisión de los mercados	165
5.1 Contratación y poscontratación	165
5.2 Vigilancia de los mercados	181
5.3 Agencias de calificación crediticia	184
6 Supervisión de entidades	185
6.1 Entidades proveedoras de servicios de inversión	185
6.2 Instituciones de inversión colectiva y entidades de inversión de tipo cerrado	190
6.3 Entidades gestoras: SGIIC, SGEIC y SGFT	198
6.4 Entidades depositarias	200
6.5 Colaboración en la prevención del blanqueo de capitales	200
6.6 Índices de referencia	200
6.7 Autoridad de resolución (fase preventiva) de empresas de servicios de inversión	203
6.8 Fondo General de Garantía de Inversiones (FOGAIN)	206
7 Atención al inversor	209
7.1 Reclamaciones	209
7.2 Atención de consultas	211

7.3	Advertencias sobre entidades no autorizadas	214
7.4	Advertencias sobre otras entidades	215
7.5	Seguimiento de ICO	216
7.6	Comunicación de posibles infracciones (<i>whistleblowing</i>)	217
7.7	Formación del inversor	218
8	Actuaciones disciplinarias	225
8.1	Expedientes sancionadores	225
8.2	Servicio contencioso: revisión judicial de resoluciones sancionadoras y otras actuaciones	227
8.3	Denuncias	228
9	Actividad internacional	231
9.1	Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA)	231
9.2	Junta Europea de Riesgo Sistémico	241
9.3	Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO)	242
9.4	Consejo de Estabilidad Financiera (FSB)	246
9.5	Otros foros internacionales	248
9.6	Colaboración e intercambio de información con autoridades extranjeras	249
III	Informe del Órgano de Control Interno	251
IV	CNMV: Aspectos organizativos, económicos e institucionales	255
10	Estrategia de la CNMV	257
10.1	Plan de actividades 2019 y líneas estratégicas de la CNMV 2019-2020	257
10.2	Actuación de la CNMV respecto a la actividad <i>fintech</i>	261
10.3	Actividad de asesoramiento en proyectos normativos y otras solicitudes de información	267
10.4	Medidas de desempeño y actividad de la CNMV (<i>Key Performance Indicators</i>)	271
11	Organización	277
11.1	Recursos humanos y organización	277
11.2	Sistemas de información	279
12	Gestión económica	285
12.1	Ingresos y gastos	285
12.2	Estructura de tasas	286
13	Agencia Nacional de Codificación de Valores	287
14	Comité Consultivo de la CNMV	291
15	Cuentas de la CNMV	295
Anexos		301
	Anexos estadísticos I: mercados y emisores	303
	Anexos estadísticos II: entidades financieras y servicios de inversión	317
	Anexos estadísticos III: regulación y supervisión	329
	Anexos legislativos	335
	Anexos sobre la organización de la CNMV	363

Índice de recuadros

1	Tendencias más recientes de las decisiones de ahorro e inversión de los hogares españoles	40
2	La creación de una autoridad macroprudencial en España (AMCESFI)	50
3	Circular 1/2019, de 28 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular 1/2009, de 4 de febrero, sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora, modificada parcialmente por la Circular 3/2011, de 9 de junio	105
4	La intermediación financiera no bancaria en España	110
5	Nueva Circular sobre IIC extranjeras	115
6	Revisión horizontal del cumplimiento de las obligaciones del Reglamento PRIIPS	132
7	Revisión horizontal de la adaptación a MiFID II de la información sobre costes e incentivos	139
8	Contenido del Estado de información no financiera de acuerdo con la Ley 11/2018	151
9	Contenido de la Circular 2/2018, de 12 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores	157
10	Iniciativa de la CNMV para fomentar la presencia de mujeres en los consejos de administración y en la alta dirección	162
11	Implementación del régimen de mercados de MiFID II	166
12	Publicación quincenal de posiciones cortas agregadas	177
13	Obligación de las entidades de adoptar medidas dirigidas a garantizar la fiabilidad de la información obtenida de los clientes para evaluar la conveniencia o idoneidad de sus inversiones	186
14	Cambios normativos en IIC y ECR y criterios relevantes	191
15	Revisión previa del material publicitario de los fondos de inversión	195
16	Estado de la reforma de los índices de tipos de interés	202
17	Encuesta de Competencias Financieras	219
18	El Programa de voluntariado de educación financiera	222
19	La Unión de los Mercados de Capitales	232
20	Estado de la revisión del Sistema Europeo de Supervisión Financiera	237
21	Sostenibilidad financiera	243
22	La CNMV y el <i>brexít</i>	259
23	Un ejemplo de actuación de supervisión basada en el uso de las nuevas tecnologías (<i>suptech</i>): análisis recurrentes de rentabilidades atípicas, comparativa de precios y operativa de compraventa de activos	264
24	Modificación del texto refundido de Ley del Mercado de Valores: trasposición de MiFID II	268

Índice de cuadros

1.1.1	Los mercados de renta variable: rentabilidad	33
1.2.1	Indicadores de la economía española (tasas de crecimiento)	37
1.2.2	Evolución de los resultados por sectores: empresas cotizadas no financieras	47
1.2.3	Rentabilidad de los índices y sectores del mercado bursátil español	49
2.1.1	Capitalización y contratación bursátil en mercados regulados nacionales en relación con el PIB nominal	57
2.1.2	Número de sociedades cotizadas en las bolsas españolas	58
2.1.3	Capitalización de la renta variable en las bolsas españolas	59
2.1.4	Número de sociedades cotizadas y capitalización por sectores	60
2.1.5	Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta	61
2.1.6	Efectivo negociado en renta variable española admitida a cotización en las bolsas españolas	63
2.1.7	Contratación de renta variable en los mercados operados por BME	64
2.1.8	Contratación en BME según modalidades en el mercado continuo	65
2.1.9	Posiciones cortas	66
2.1.10	Ofertas públicas de adquisición de valores	67
2.1.11	Sociedades cotizadas en Latibex por países	68
2.1.12	Sociedades cotizadas en el MAB por segmento	69
2.2.1	Emisiones y saldos vivos: distribución por emisores	73
2.2.2	Tipos de interés de la deuda pública	74
2.2.3	Emisiones brutas de las Administraciones públicas	76
2.2.4	Contratación total de instrumentos de renta fija en centros de negociación españoles. 2018	78
2.2.5	Contratación de deuda pública por plataformas de negociación	79
2.2.6	Tipos de interés de la renta fija privada	79
2.2.7	Emisiones brutas registradas en la CNMV: detalle por instrumentos	81
2.2.8	Emisiones brutas de renta fija privada de emisores españoles en el exterior	82
2.2.9	Admisión en el MARF	83
2.2.10	Contratación total de instrumentos de renta fija privada emitidos por sociedades españolas. 2018	84
2.3.1	Negociación en los mercados de derivados financieros europeos	85
2.3.2	Negociación en MEFF Exchange	86
2.3.3	Número de miembros en MEFF Exchange	87
2.3.4	Negociación en sistemas organizados de contratación (SOC)	89
2.3.5	Emisiones de <i>warrants</i> registradas en la CNMV	90
2.3.6	Contratación de <i>warrants</i> en el mercado continuo	91
2.3.7	Contratación de certificados en el mercado continuo	91
2.3.8	Emisiones de contratos de compraventa de opciones registradas en la CNMV	92
2.4.1	Iberclear ARCO. Actividad de registro	93
2.4.2	Iberclear. Operaciones liquidadas ARCO	94
2.4.3	Iberclear. Incidencias en la liquidación ARCO	94
2.4.4	Número de miembros en BME Clearing por segmento	95
2.4.5	Evolución de la actividad en BME Clearing Energía	96
2.4.6	Evolución de la actividad en BME Clearing Renta Variable	97
2.4.7	Evolución de la actividad en BME Clearing Repo	98
3.1.1	Distribución del patrimonio de los fondos de inversión	103
3.1.2	Altas y bajas en el registro de entidades en 2018	104
3.1.3	Distribución del patrimonio de las sociedades de inversión	108
R4.1	Riesgos asociados a la IFNB (2017)	113
3.1.4	Cuenta de pérdidas y ganancias de las SGIC	118
3.1.5	Resultados antes de impuestos, n.º de entidades en pérdidas e importe de las pérdidas	118
3.2.1	Ingresos de las entidades de crédito por la prestación de servicios en valores y comercialización de productos financieros no bancarios	122
3.2.2	Comisiones percibidas por servicios de inversión. 2018	123
3.2.3	Altas y bajas en el registro de entidades	124
3.2.4	Cuenta de pérdidas y ganancias de las sociedades de valores	126
3.2.5	Resultados antes de impuestos, n.º de sociedades de valores en pérdidas e importe de las pérdidas antes de impuestos	127

3.2.6	Cuenta de pérdidas y ganancias de las agencias de valores	128
3.2.7	Resultados antes de impuestos, n.º de agencias de valores en pérdidas e importe de las pérdidas antes de impuestos	129
3.2.8	EAFI: número de contratos y volumen del patrimonio asesorado	131
3.3.1	Altas y bajas en el Registro en 2018	136
3.3.2	Número de solicitudes de PFP	137
3.3.3	Número de PFP autorizadas	137
3.3.4	Número de PFP denegadas y desistidas	138
3.3.5	Número de PFP registradas	138
4.1.1	Resumen de las auditorías de entidades emisoras recibidas en la CNMV (excluidos fondos de titulización y fondos de activos bancarios)	146
4.2.1	Número de notificaciones sobre derechos de voto correspondientes a accionistas significativos	155
4.2.2	Número de notificaciones sobre derechos de voto correspondientes a consejeros	155
4.2.3	Número de notificaciones de autocartera según el porcentaje final declarado	156
R10.1	Presencia de mujeres en el consejo de administración y en la alta dirección	163
5.1.1	Número de operaciones y volumen	169
5.1.2	Resumen de la actividad supervisora de los mercados	170
5.1.3	Hechos relevantes recibidos en la CNMV	171
5.1.4	Suspensiones temporales de cotización en bolsa	172
6.1.1	Supervisión de ESI/ECA: requerimientos remitidos por la CNMV en 2018	185
6.2.1	Supervisión de IIC/ECR: requerimientos remitidos por la CNMV en 2018	198
6.7.1	Planes de resolución de ESI	204
6.8.1	Evolución del número de entidades adheridas al FOGAIN	207
7.1.1	Reclamaciones tramitadas según tipo de resolución	210
7.1.2	Motivos de las reclamaciones finalizadas en 2018	210
7.2.1	Consultas según canal de recepción	212
8.1.1	Expedientes abiertos y concluidos	225
8.1.2	N.º de infracciones de cada tipo en los expedientes sancionadores	226
8.1.3	Sanciones impuestas	227
8.2.1	Procedimientos en los que ha intervenido la CNMV en 2018	228
8.3.1	Denuncias presentadas en 2018	229
9.6.1	Actuaciones de colaboración con autoridades extranjeras	249
10.2.1	Consultas recibidas en el Portal Fintech	262
10.4.1	Indicadores de rendimiento	272
10.4.2	Indicadores de actividad	273
11.1.1	Plantilla de la CNMV: composición por categorías profesionales	277
11.1.2	Distribución del personal por departamentos	278
11.2.1	Entrada y salida de documentos de la CNMV	284
12.2.1	Ingresos por tasas en la CNMV	286
13.1.1	Emisiones codificadas por la ANCV en 2017 y 2018	288
13.1.2	Consultas atendidas por la ANCV	289
14.1.1	Tipos de expedientes sometidos a la opinión del Comité Consultivo	292
14.1.2	Actuaciones del Comité Consultivo de la CNMV en 2018	292

Índice de gráficos

1.1.1	PIB: variaciones anuales	22
1.1.2	Inflación y producción industrial (% var. anual)	23
1.1.3	Precio de las materias primas	24
1.1.4	Tipos de interés de intervención	25
1.1.5	Saldo fiscal público y deuda pública	26
1.1.6	Tipos de interés a corto plazo (3 meses)	26
1.1.7	Rentabilidades de la deuda pública a 10 años	28
1.1.8	Primas de riesgo de crédito de los CDS de bonos soberanos	29
1.1.9	Primas de riesgo de crédito de la deuda corporativa	30
1.1.10	Emisiones netas de renta fija internacionales	31
1.1.11	Evolución de los principales índices bursátiles internacionales	32
1.1.12	Volatilidad histórica de los principales índices bursátiles	32
1.1.13	Evolución de los mercados financieros en las economías emergentes	34
1.1.14	Tipo de cambio del euro frente al dólar y al yen	35
1.2.1	Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación de la economía española	39
R1.1	Tasa de ahorro	41
R1.2	Tasa de endeudamiento	41
R1.3	Descomposición del saldo de activos financieros por clase de activo	42
1.2.2	Indicador de estrés de los mercados financieros españoles	44
1.2.3	Prima de riesgo de los emisores españoles	45
1.2.4	Deuda del Estado y porcentaje de deuda en manos de no residentes	45
1.2.5	Evolución del Ibex 35 y de su volatilidad implícita	49
2.2.1	Rentabilidades de la deuda pública española	75
2.2.2	Prima de riesgo de emisores españoles: sector público	75
2.2.3	Prima de riesgo de emisores españoles: sector privado	80
3.1.1	Fondos de inversión: distribución del patrimonio	102
R4.1	Distribución de otros intermediarios financieros (OIF)	110
R4.2	Distribución de la intermediación financiera no bancaria. 2017	112
3.1.2	Patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España	115
R5.1	Patrimonio IIC españolas y extranjeras comercializadas en España	116
3.2.1	Sociedades de valores miembros de bolsa: volumen mediado y comisión efectiva media en renta variable en bolsas reguladas españolas	125
3.2.2	Margen de cobertura sobre los recursos propios exigibles de las sociedades y agencias de valores	130
4.1.1	Motivo de los requerimientos a los emisores (excluidos FT y FAB)	148
4.2.1	Evolución de las notificaciones registradas anualmente (2008-2018)	153
4.2.2	Notificaciones presentadas con demora	154
4.3.1	Grado de seguimiento de las recomendaciones del Código de buen gobierno	159
4.3.2	Porcentaje de mujeres consejeras sobre total de consejeros	161
4.3.3	Remuneración por conceptos	162
7.2.1	Consultas según canal de recepción	212
7.3.1	N.º de advertencias realizadas por la CNMV sobre entidades no registradas	215
7.3.2	N.º de advertencias procedentes de Estados miembros de la UE sobre entidades no registradas	215
7.6.1	Comunicaciones de <i>whistleblowing</i> por canal de recepción	218

Índice de anexos

Anexos estadísticos I: mercados y emisores 303

I.1	Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta	303
I.2	Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta en 2018: importe efectivo	303
I.3	Sociedades excluidas de cotización bursátil en 2018	306
I.4	Evolución de los índices sectoriales de la Bolsa de Madrid y la Bolsa de Barcelona	306
I.5	Concentración sectorial de la capitalización	307
I.6	Concentración de la contratación bursátil de renta variable	307
I.7	Porcentaje de la capitalización por sectores y mayores empresas respecto al conjunto del mercado	308
I.8	Capitalización y contratación de las sociedades pertenecientes al Ibex 35	309
I.9	Ofertas públicas de adquisición de valores autorizadas en 2018	310
I.10	Sociedades cotizadas en Latibex por sectores	310
I.11	Emisiones netas de las Administraciones públicas	311
I.12	Número de emisores y emisiones registradas en la CNMV: detalle por instrumentos	311
I.13	Principales emisores de renta fija registrados en la CNMV en 2018	312
I.14	Principales emisores de renta fija registrados en la CNMV en 2018. Detalle por instrumentos	312
I.15	Emisores de pagarés: mayores saldos vivos a 31 de diciembre de 2018	313
I.16	Principales emisores de bonos de titulización en 2018	313
I.17	Emisiones de titulización, por naturaleza del activo titulado	314
I.18	Contratación en AIAF por cuenta propia	315

Anexos estadísticos II: entidades financieras y servicios de inversión 317

II.1	Número, partícipes, patrimonio y descomposición de la variación patrimonial de los fondos de inversión mobiliarios e inmobiliarios	317
II.2	Cartera de los fondos: peso en el saldo vivo de valores españoles	318
II.3	Gastos repercutidos a los fondos de inversión de carácter financiero	318
II.4	Evolución de las rentabilidades y las suscripciones netas de los fondos de inversión	319
II.5	IIC extranjeras comercializadas en España	320
II.6	Sociedades gestoras de IIC (SGIIC): altas y bajas en 2018	321
II.7	ESI extranjeras con pasaporte comunitario: Estado miembro de origen	322
II.8	Altas y bajas de sociedades y agencias de valores, sociedades gestoras de cartera, empresas de asesoramiento financiero y ESI extranjeras con sucursal	323
II.9	Cambios de control en sociedades y agencias de valores, sociedades gestoras de cartera y empresas de asesoramiento financiero. 2018	324
II.10	ESI españolas con pasaporte comunitario a 31 de diciembre de 2018. Estado miembro de acogida	325
II.11	Actuación transfronteriza de las EAFI nacionales	326
II.12	Entidades de crédito extranjeras autorizadas para prestar servicios de inversión en España a 31 de diciembre de 2018. Estado miembro de origen	326

Anexos estadísticos III: regulación y supervisión 329

III.1	Número de accionistas de las sociedades del Ibex 35 con participación significativa	329
III.2	Resolución de expedientes sancionadores en 2018	330
III.3	Relación de resoluciones judiciales recaídas en recursos contencioso-administrativos (R.C.A.) durante 2018 contra resoluciones en materia de sanciones	333

Anexos legislativos**335**

A	Legislación española	335
A.1	Comisión Nacional del Mercado de Valores	335
A.2	Sociedades cotizadas	336
A.3	Empresas de servicios de inversión y entidades de crédito	337
A.4	Instituciones de inversión colectiva, fondos de titulización y entidades de capital riesgo	338
A.5	Trasposición de normativa europea	339
A.6	Otras normas	351
A.7	Otros	353
B	Legislación europea	355
B.1	Emisores y cotizadas	355
B.2	Empresas de servicios de inversión y entidades de crédito	357
B.3	Infraestructuras del mercado	357
B.4	Sistema Europeo de Supervisión Financiera	358
B.5	Entidades proveedoras de datos	359
B.6	Otros	359
B.7	Directrices, decisiones y recomendaciones de ESMA/EBA	360
B.8	Guías técnicas de la CNMV	360

Anexos sobre la organización de la CNMV**363**

Composición del Consejo de la CNMV a 30 de abril de 2019	363
Composición del Comité Ejecutivo de la CNMV a 30 de abril de 2019	363
Composición del Comité Consultivo de la CNMV a 30 de abril de 2019	364
Organigrama de la CNMV	366

I Los mercados de valores y sus agentes

1.1 Entorno internacional

El crecimiento mundial continuó siendo intenso en 2018, aunque se observó una desaceleración en algunas economías y una menor sincronía entre ellas. Según las estimaciones del FMI, la economía mundial avanzó un 3,6% en 2018, 2 décimas menos que en 2017. Entre las economías avanzadas, EE. UU. siguió liderando el ritmo de avance de la actividad y entre las emergentes destacaron las asiáticas, con tasas de crecimiento superiores al 5% en muchos casos. El ejercicio vino marcado por la presencia de varias fuentes de incertidumbre, entre las que destacaron las dudas relacionadas con las restricciones al comercio mundial, las tensiones en algunas economías emergentes como Turquía o Brasil, el *brexit* y la falta inicial de acuerdo entre el Gobierno italiano y la Comisión Europea en relación con las cuentas públicas de esta economía europea. En este marco, prosiguió la normalización de la política monetaria en EE. UU., con cuatro subidas de tipos de interés en 2018, mientras en el Reino Unido el Banco de Inglaterra elevó los tipos de interés en el mes de agosto, siendo esta la segunda subida de tipos desde el inicio de la crisis financiera. Por el contrario, en Japón y en la zona del euro el tono de la política monetaria siguió inalterado en lo que respecta a los tipos de interés, pues permanecieron sin cambios, aunque el BCE puso fin al programa de compras de deuda a finales de año.

Los mercados financieros internacionales mostraron una trayectoria algo inestable en el ejercicio. Los tipos a corto plazo de las economías avanzadas siguieron el rumbo marcado por la evolución de los tipos oficiales, mientras que las rentabilidades de los bonos soberanos a largo plazo experimentaron cambios poco relevantes en el año excepto en EE. UU. y en Italia, donde registraron un aumento considerable. Por su parte, en los mercados de renta variable las incertidumbres señaladas dieron lugar a caídas puntuales de las cotizaciones y a rebotes de volatilidad, que no impidieron revalorizaciones notables en las bolsas de EE. UU. y de Japón durante buena parte del año. Sin embargo, en su tramo final, la percepción sobre una posible desaceleración del crecimiento mundial más intensa de lo esperado provocó una caída generalizada de las cotizaciones en todas las áreas geográficas, lo que dio lugar a pérdidas anuales de diverso calibre en los índices más relevantes, superiores al 10% en la mayoría de los casos.

Las perspectivas de crecimiento para 2019 son menos favorables que en años previos (el FMI espera un crecimiento del 3,3%), pues buena parte de las incertidumbres del ejercicio pasado continúan presentes en este. Una de las fuentes de riesgo más relevante es la posibilidad de un recrudecimiento de las tensiones comerciales entre China y EE. UU., así como la salida sin acuerdo del Reino Unido de la Unión Europea. Otras fuentes de riesgo geopolítico en algunas economías emergentes también pueden dar lugar a periodos de inestabilidad.

1.1.1 La economía internacional

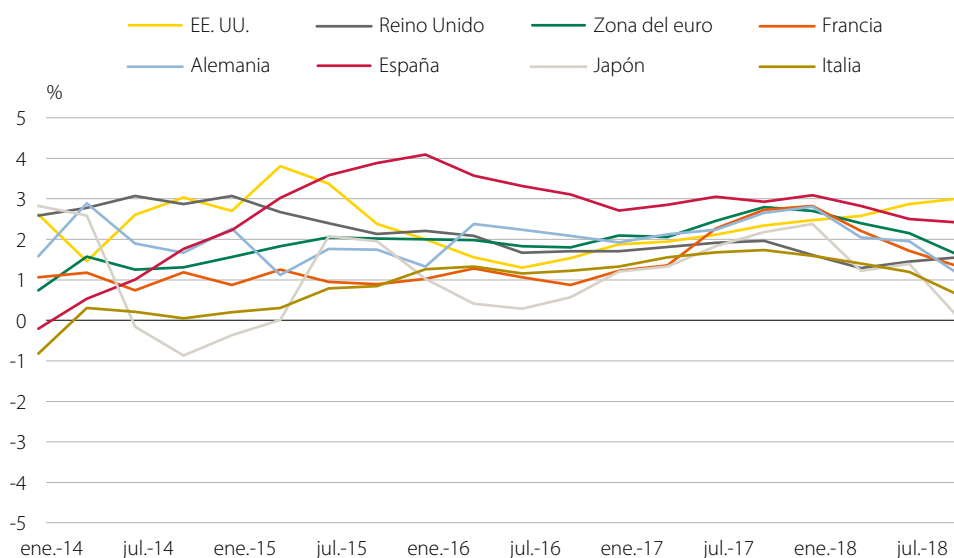
El crecimiento del PIB mundial se situó en el 3,6% en 2018, ligeramente inferior al de 2017

Según las estimaciones del FMI¹, la economía mundial creció un 3,6% en 2018, 2 décimas menos que en 2017. En las economías avanzadas el crecimiento fue del 2,2%, 2 décimas menos que en 2017, y en las emergentes fue del 4,5%, 3 décimas menos que en el ejercicio anterior. Las incertidumbres políticas presentes en el panorama económico y financiero internacional, junto con las restricciones a los intercambios comerciales y los efectos del giro de la política monetaria de EE. UU. en algunas economías emergentes, causaron esta desaceleración, que fue más intensa en las economías europeas.

Dentro de las economías avanzadas cabe destacar el progreso en EE. UU.; prácticamente la única de este grupo que experimentó una aceleración del crecimiento (del 2,2% en 2017 al 2,9% en 2018) debido al impulso de la política fiscal. Este mayor dinamismo contrarrestó buena parte de la ralentización del crecimiento de otras economías avanzadas. Así, en la zona del euro, el PIB aumentó un 1,8% en 2018, 6 décimas menos que en 2017, observándose una notable desaceleración del crecimiento de las economías más grandes (excepto España). Destacó la ralentización del avance del PIB en Alemania (del 2,5% al 1,5%), debido, entre otros factores, a la introducción del procedimiento de ensayo de vehículos ligeros armonizado a nivel mundial (WLTP, Worldwide harmonized Light-duty vehicles Test Procedure) y de las restricciones a los intercambios comerciales; en Francia (del 2,2% al 1,5%), afectada por la revuelta social de los denominados «chalecos amarillos» y en Italia (del 1,6% al 0,9%), influida por el aumento de los riesgos financieros. El avance en España también fue inferior al del año previo (2,6% frente al 3% de 2017), aunque la desaceleración fue menos intensa que en otras economías europeas. En el Reino Unido el crecimiento del PIB se situó en el 1,4% (1,8% en 2017).

PIB: variaciones anuales

GRÁFICO 1.1.1



Fuente: Thomson Datastream.

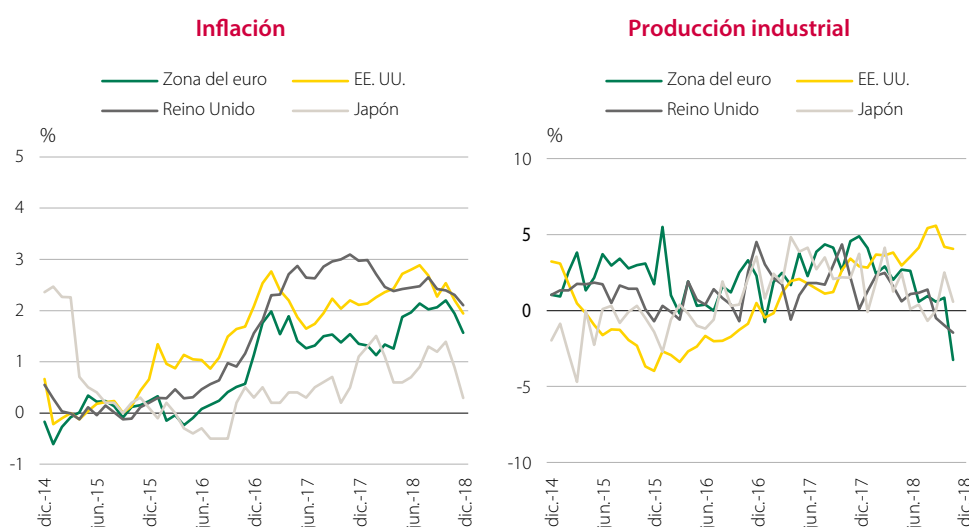
Las economías emergentes y en desarrollo también experimentaron una leve desaceleración, que fue más intensa en los países de Europa del Este. En conjunto, estos países registraron un crecimiento de un 3,6% (6% en 2017), con la crisis en Turquía como elemento diferencial. En cambio, las economías asiáticas emergentes crecieron un 6,4% (6,6% en 2017), gracias a la solidez de la actividad en la India, que mostró un registro anual del 7,1% y contrarrestó el menor ritmo de crecimiento en China (6,6% en 2018 frente a un 6,8% en 2017).

La inflación aumentó en torno al segundo cuatrimestre del año como consecuencia del encarecimiento del precio del petróleo en ese periodo

Las tasas de inflación de la zona del euro y de EE. UU. mostraron una tendencia alcista durante buena parte del año pasado debido al encarecimiento del petróleo². Las tasas más elevadas de inflación se observaron entre el segundo cuatrimestre y principios del tercero, con máximos interanuales del 2,9% en EE. UU. (julio) y del 2,2% en la zona del euro (octubre). En los últimos meses del año estas tasas disminuyeron y lo finalizaron en el 1,9% en EE. UU. y el 1,6% en la zona del euro. Las tasas subyacentes, que descuentan la evolución de los elementos más volátiles del índice (alimentos frescos y energía), registraron una evolución mucho más estable en 2018, aunque con un nivel más alto en EE. UU. En esta economía la inflación subyacente se situó en diciembre en el 2,2%, mientras que en la zona del euro quedaba en el 1,0%.

Inflación y producción industrial (% var. anual)

GRÁFICO 1.1.2



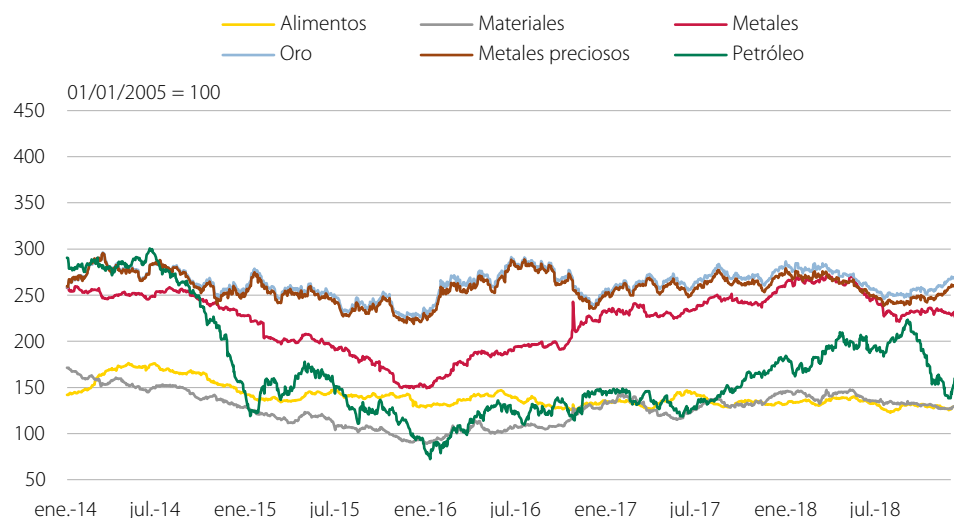
Fuente: Thomson Datastream.

En el Reino Unido la tasa de inflación comenzó 2018 en niveles cercanos al 3% y después descendió progresivamente, con algún pequeño repunte en el tercer trimestre, para finalizar el año con una tasa del 2,1% (véase gráfico 1.1.2). Por su parte, la inflación subyacente disminuyó desde el 2,5% al 1,9%. Finalmente, en Japón la inflación se situó a lo largo del año en valores que oscilaron entre el 0,3% y el 1,5%, sin mostrar una tendencia clara durante el mismo y con repuntes en el primer y tercer trimestre.

2 Entre febrero y octubre de 2018 el precio del petróleo en dólares aumentó un 28% y en euros, un 36%.

Precio de las materias primas

GRÁFICO 1.1.3



Fuente: Thomson Datastream.

En 2018 se acentuaron aún más las diferencias en el tono de la política monetaria entre EE. UU. y la zona del euro

El tono de las políticas monetarias aplicadas a ambos lados del Atlántico continúa siendo divergente, como consecuencia de las diferencias en la evolución de los precios y de la actividad económica en general en ambas zonas. En EE. UU., la Reserva Federal decidió aumentar los tipos de interés cuatro veces en el año basándose en la expansión de la actividad económica, las condiciones de su mercado laboral —próximo al pleno empleo— y la inflación. La última subida, que se produjo en diciembre, situó el tipo de interés oficial en una horquilla del 2,25-2,50%. La entidad continuó, además, con la disminución del tamaño de su balance³. En el Reino Unido, el Banco de Inglaterra también elevó los tipos de interés hasta el 0,75% en agosto (previamente, en noviembre de 2017, había incrementado en 25 puntos básicos [p.b.] el tipo de interés oficial hasta el 0,50%, siendo estas dos subidas de tipos las únicas desde el inicio de la crisis financiera). Con esta decisión, la autoridad monetaria trató de contener el aumento de la inflación, que a finales de 2018 se situaba cerca del objetivo del 2%, y de mantener el crecimiento económico y el empleo.

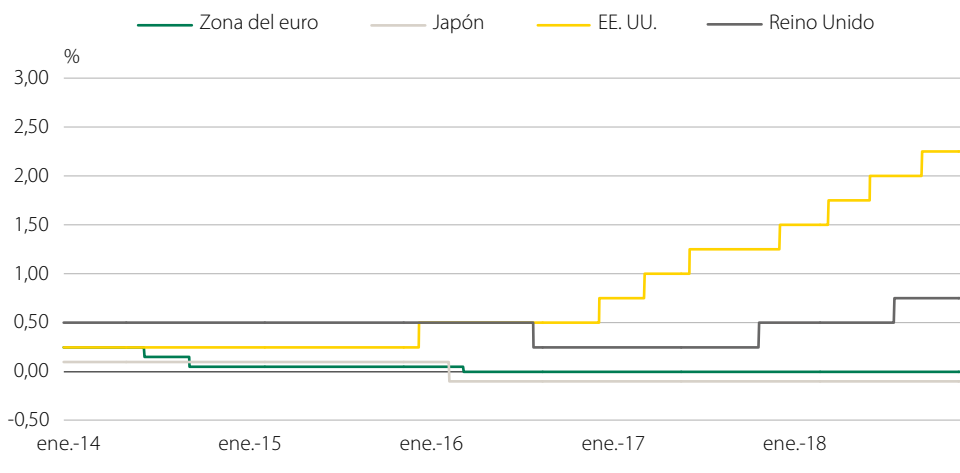
Por el contrario, en la zona del euro y en Japón se mantuvo el tono acomodaticio de la política monetaria. El BCE conservó inalterado el tipo de interés oficial, el de la facilidad marginal de depósito y el de la facilidad marginal de crédito en el 0%, el -0,4% y el 0,25% respectivamente en todas las reuniones del ejercicio. A pesar de ello, la autoridad anunció en diciembre, como primera etapa del giro previsto en su política monetaria, la finalización ese mismo mes del programa de compras de activos, aunque comunicó que reinvertirá la deuda que venza durante un periodo de tiempo extendido y, en cualquier caso, siempre que fuese necesario para mantener unas condiciones de liquidez adecuadas y un tono suficientemente acomodaticio de la política monetaria. Por su parte, los tipos de interés oficiales en Japón se mantienen en el -0,1% desde febrero de 2016, habiendo expresado su intención de mantenerlos

³ Este se ha reducido aproximadamente un 8,4% desde 2017.

inalterados durante un largo periodo de tiempo por la incertidumbre con respecto a la actividad económica y la evolución de los precios.

Tipos de interés de intervención

GRÁFICO 1.1.4



Fuente: Thomson Datastream.

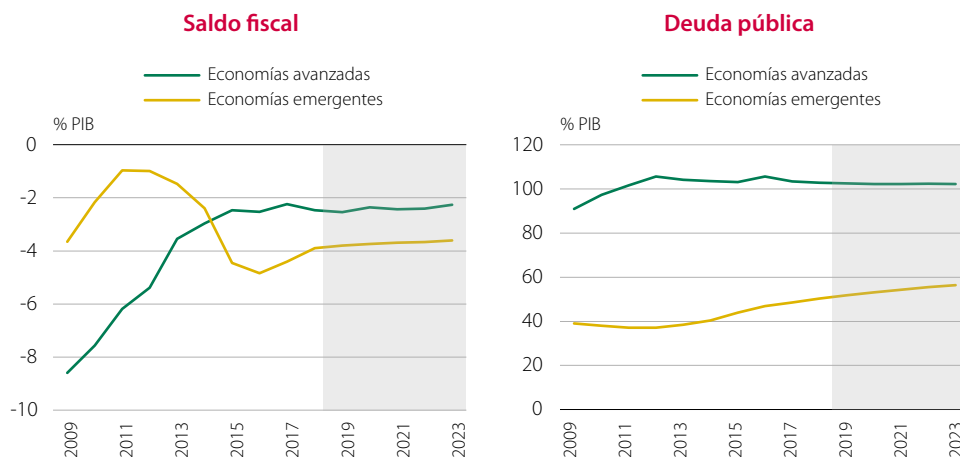
En 2018 el déficit público se incrementó ligeramente en las economías avanzadas y disminuyó medio punto en las emergentes

De acuerdo con las estimaciones del FMI, el déficit público agregado de las economías avanzadas se incrementó ligeramente en 2018 hasta situarse en el 2,5% del PIB (2,2% en 2017), mientras que el de las economías emergentes y en desarrollo se redujo 5 décimas, hasta el 3,9% del PIB. En el caso de las primeras, fue el tono expansivo de la política fiscal, especialmente en EE. UU., el que provocó el leve aumento del déficit público. En el conjunto de economías emergentes, pese a la caída del precio del petróleo en el segundo semestre del año, la senda de disminución del déficit público seguida en 2017 continuó en 2018. En cuanto a la evolución de la deuda pública, las economías avanzadas mostraron un muy leve descenso del cociente agregado (desde el 104,5% del PIB en 2017 hasta el 103,8% en 2018), mientras que las economías emergentes experimentaron un pequeño incremento de 2 puntos, hasta situarse en el 50,7% (véase gráfico 1.1.5).

El FMI pronostica una ligera reducción del déficit público tanto de las economías avanzadas como de las emergentes, hasta el 2,3% del PIB en los próximos 5 años en las primeras y hasta el 3,6% en las segundas. En cuanto a la deuda pública, en las economías avanzadas se mantendría una tendencia descendente, aunque muy leve, manteniéndose en torno al 103% del PIB durante los próximos años. En cambio, la deuda pública de las economías emergentes seguiría una tendencia ascendente hasta el 57% del PIB.

Saldo fiscal público y deuda pública

GRÁFICO 1.1.5



Fuente: FMI.

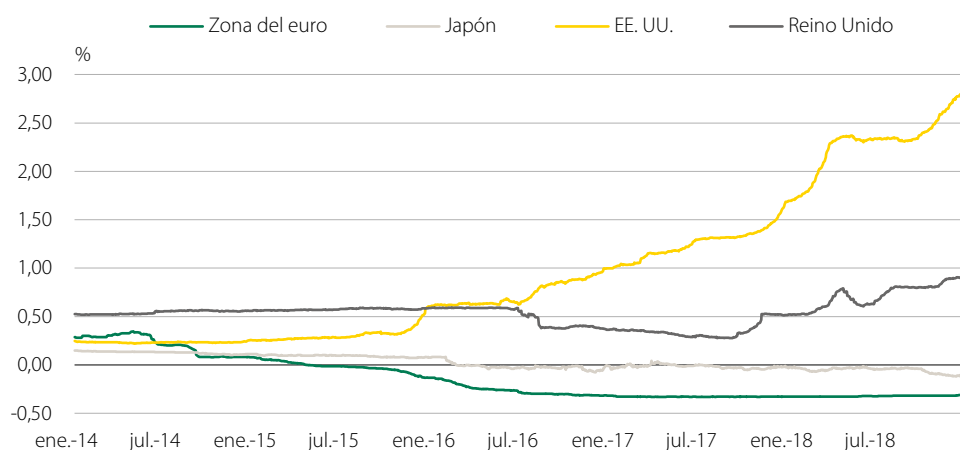
1.1.2 Evolución de los mercados financieros internacionales

La diferencia entre los tipos de interés a 3 meses de EE. UU. y los de la zona del euro superó los 300 puntos básicos

Los tipos de interés a corto plazo de las principales economías avanzadas continuaron divergiendo durante el año 2018, debido al ritmo diferenciado de normalización de la política monetaria aplicada por sus bancos centrales. En EE. UU. los tipos de interés a 3 meses mostraron una tendencia ascendente a lo largo del año, situándose en diciembre en el 2,81%, 111 p.b. más que a finales de 2017, en sintonía con las decisiones de la Reserva Federal, que, como se ha comentado en un epígrafe anterior, aumentó el tipo oficial cuatro veces en 2018. Estos niveles de los tipos a corto plazo fueron los más elevados de entre las economías avanzadas, estableciéndose una diferencia superior a 300 p.b. respecto a los de la zona del euro (véase gráfico 1.1.6.). En el Reino Unido, los tipos de interés a 3 meses también se incrementaron gradualmente en 2018, hasta el 0,91% en diciembre (39 p.b. más que a principios del año).

Tipos de interés a corto plazo¹ (3 meses)

GRÁFICO 1.1.6



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

Por su parte, en Japón los tipos de interés a 3 meses mostraron una leve tendencia a la baja en 2018, más intensa en el último trimestre, y finalizaron el ejercicio en torno al -0,07% (-0,02% en diciembre de 2017). En la zona del euro los tipos de interés a 3 meses se mantuvieron estables, alrededor del -0,32% durante todo el año, en línea con las decisiones adoptadas por el BCE.

En cuanto a las expectativas de tipos de interés, los tipos de interés *forward* (FRA, por sus siglas en inglés) pronostican que las diferencias en los tipos a corto plazo entre la zona del euro y EE. UU. tenderán a mantenerse en 2019. En la zona del euro se espera estabilidad en este aspecto durante el año, una expectativa coherente con la intención del BCE de mantener los tipos de interés oficiales en el 0% como mínimo hasta verano de 2019 o incluso más allá, a la vista de la ralentización de la actividad y de las declaraciones efectuadas por la propia entidad. En el caso de EE. UU., se espera también una etapa de pocas variaciones en los tipos a corto plazo, tras los numerosos incrementos de tipos por parte de la Reserva Federal efectuados desde 2016⁴, pues se abre un periodo de cierta ralentización de la actividad que demorará o, al menos, atenuará el ritmo y la magnitud de los aumentos a corto plazo.

Los mercados de deuda se caracterizaron por la estabilidad en el rendimiento de los bonos y los incrementos en las primas de riesgo

Los tipos de interés a largo plazo de los bonos soberanos de la mayoría de las economías avanzadas tuvieron un comportamiento relativamente estable durante 2018, con ligeros repuntes en los primeros meses del año y descensos entre noviembre y diciembre. El comportamiento en la última parte del ejercicio tuvo su origen en un empeoramiento de las perspectivas de crecimiento a nivel mundial y, en el caso europeo, además, en la confirmación de que los cambios en la política monetaria del BCE serían lentos y progresivos.

Tan solo en EE. UU. y, especialmente, en Italia se produjo un aumento de la rentabilidad en el conjunto del año, que fue de 28 p.b. en el primer caso (del 2,41% al 2,69%) y de 77 p.b. en el segundo (del 2,00% al 2,77%). En EE. UU. el aumento de los tipos de interés a largo plazo fue inferior al incremento de los tipos a corto plazo, por lo que se observó un aplanamiento notable de la curva de tipos de interés, que es compatible con unas expectativas de inflación, por el momento, relativamente contenidas. Existe una cierta preocupación respecto a la evolución de esta pendiente, puesto que en el pasado valores muy pequeños (en ocasiones negativos) de la diferencia entre la rentabilidad a 10 años y a 3 meses han tendido a preceder periodos de recesión de la economía. En el caso del bono italiano, el significativo aumento de su rentabilidad a largo plazo se explica, fundamentalmente, por la incertidumbre en torno a las cuentas públicas de la economía italiana y la falta de acuerdo entre su Gobierno y la Comisión Europea.

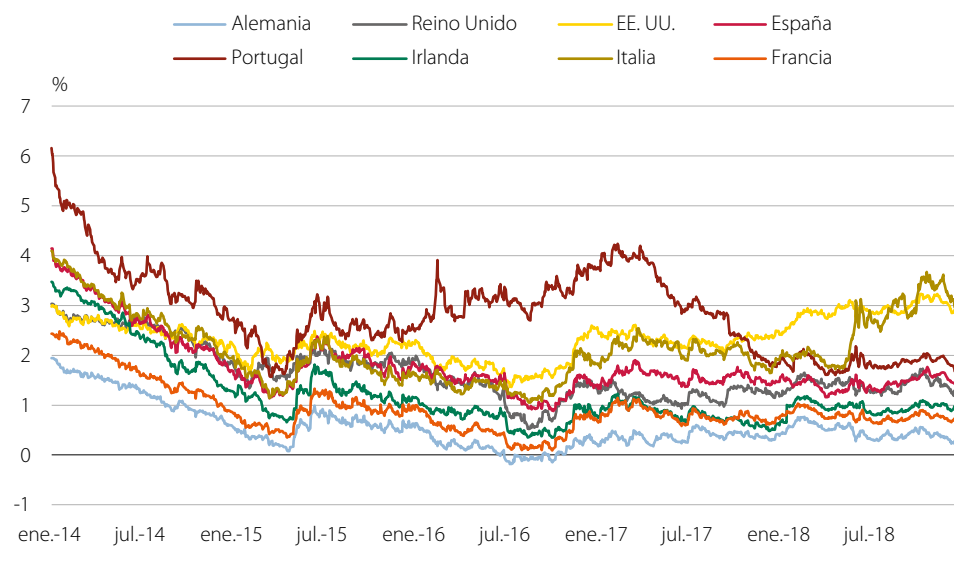
En el Reino Unido, la rentabilidad de la deuda pública a 10 años se situó en diciembre en el 1,27%, frente al 1,19% de finales de 2017. Por su parte, en la zona del euro los tipos de interés a largo plazo, a excepción de Italia, registraron ligeros descensos durante 2018, que oscilaron entre los 8 p.b. en Francia y los 21 p.b. en Portugal (14 p.b. en España), con lo que a finales de diciembre de 2018 se situaron en el 0,71% y el 1,72%, respectivamente (1,42% en España). En el caso de Alemania, la

4 Desde diciembre de 2016 la subida acumulada del tipo de interés oficial es de 2 p.p.

consideración de activo refugio de su deuda puede explicar, al menos parcialmente, el descenso de su rentabilidad. Así el tipo de interés a largo plazo se situó en el 0,25% a finales de 2018 (18 p.b. menos que en 2017).

Rentabilidades de la deuda pública a 10 años

GRÁFICO 1.1.7



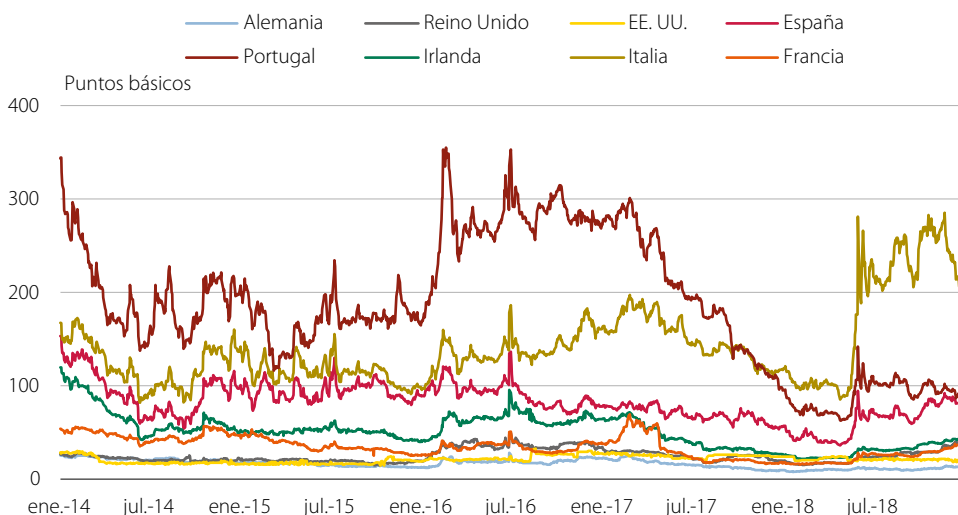
Fuente: Thomson Datastream.

Las primas de riesgo de crédito soberano (evaluadas a través de los contratos de CDS a 5 años) de las economías avanzadas aumentaron, en términos generales, a lo largo de 2018, coincidiendo con las correcciones a la baja de las previsiones de crecimiento mundial; en el caso de los países periféricos de la zona del euro, esta circunstancia se vio agudizada por los resultados de las elecciones en Italia del mes de mayo. De esta forma, la prima de riesgo italiana medida de esta forma registró un primer repunte a finales de ese mes (hasta los 281 p.b., 163 más que a finales de 2017) y posteriormente entre octubre y noviembre debido a la falta de acuerdo entre el Gobierno italiano y la Comisión Europea respecto de los presupuestos de 2019. A finales de año disminuyó la incertidumbre en esta materia, lo que permitió que la prima de riesgo descendiera hasta los 205 p.b. En España el aumento fue de 23 p.b., hasta los 80 p.b., y en Grecia la prima de riesgo alcanzó los 458 p.b. (76 p.b. más que a finales de 2017). Por su parte, en Portugal se incrementó 47 p.b. en los 5 primeros meses del año, hasta alcanzar los 142 p.b., y se redujo en los siguientes 7 meses, hasta los 89 p.b. En el resto de economías europeas, apenas afectadas por la incertidumbre en Italia, las primas de riesgo experimentaron una ligera subida gradual a lo largo de 2018. Así, por ejemplo, en Francia aumentó 21 p.b. y en Alemania y el Reino Unido 4 y 20 p.b., respectivamente. Por el contrario, la prima de riesgo soberano de EE. UU. se mantuvo prácticamente constante durante todo el ejercicio y se situó en 22 p.b. a finales de diciembre, tan solo 2 p.b. por debajo de los de finales de 2017 (véase gráfico 1.1.8).

Primas de riesgo de crédito de los CDS de bonos soberanos

GRÁFICO 1.1.8

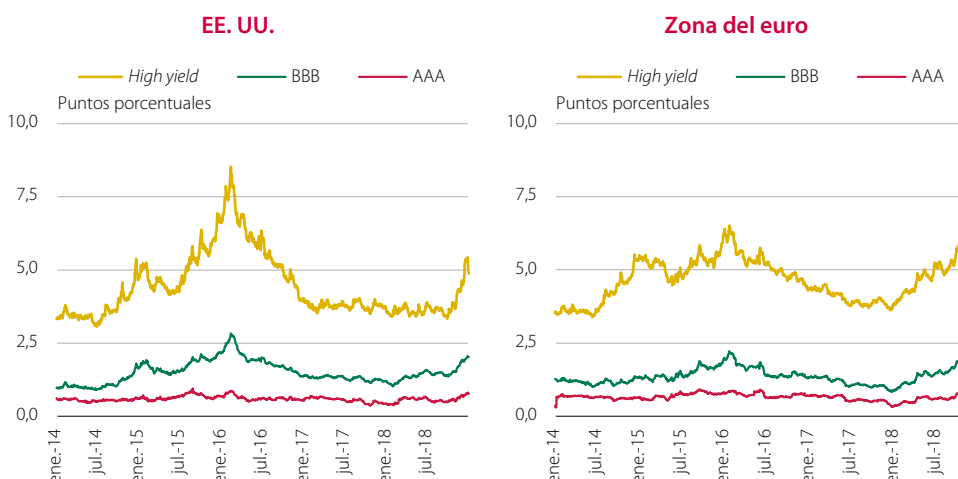
Los mercados de valores
y sus agentes
Entorno económico
y financiero



Fuente: Thomson Datastream.

En línea con el comportamiento de la deuda soberana, las primas de riesgo de las entidades de crédito de la zona del euro se incrementaron a lo largo de 2018, ya que se vieron afectadas por los mismos factores que contribuyeron al aumento de las primas de riesgo soberano: las perspectivas de un crecimiento menor, el aumento de la incertidumbre sobre las cuentas del sector público en Italia y el retraso en la normalización de la política monetaria del BCE. En este contexto, la prima de riesgo del conjunto del sector bancario en la zona del euro se incrementó desde los mínimos de finales de enero, cercanos a 65 p.b., hasta situarse en 155 p.b. a finales de diciembre. En EE. UU. también se produjo un avance de la prima de riesgo del sector bancario, de 33 p.b. a 72 p.b., que se concentró prácticamente en diciembre, cuando aumentaron las dudas sobre la intensidad de la ralentización económica.

Las primas de riesgo de la deuda corporativa aumentaron durante 2018 en las principales economías avanzadas, especialmente en el segmento de peor calidad crediticia, después de dos años de descensos continuados. Estos incrementos fueron más moderados en EE. UU., donde a finales de diciembre la prima de los bonos *high yield* se situaba en 532 p.b., con lo que acumulaba un avance anual de 158 p.b. En el mismo periodo, la prima de riesgo de la deuda privada con peor calificación crediticia en la zona del euro mostró un avance sustancialmente mayor (227 p.b.), situándose en 618 p.b., como consecuencia del entorno de incertidumbre ya mencionado (véase gráfico 1.1.9).



Fuente: Thomson Datastream (índices BofA 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 10 años (en el caso de la zona del euro se utiliza el bono alemán).

Descenso significativo de las emisiones netas de deuda en los mercados internacionales en 2018

Las emisiones netas de deuda en los mercados internacionales ascendieron a 2,04 billones de dólares en 2018, un 19,0% menos que en 2017. Por sectores, se observa que las emisiones de deuda disminuyeron en todos ellos a excepción del sector financiero, cuyas emisiones se situaron en 846.000 millones de dólares, un 16,0% más que al cierre del año anterior, como consecuencia del importante aumento registrado en Europa (véase gráfico 1.1.10).

En EE. UU. el volumen acumulado de emisiones netas en el año disminuyó de forma significativa hasta los 753.000 millones de dólares (1,12 billones de dólares en 2017) en un contexto de aumento de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal. La reducción se produjo tanto en el sector privado como en el público, siendo mucho más drástica en el primero de ellos, con una contracción de las emisiones del 39,5%, hasta los 544.000 millones de dólares en términos netos. De estos, 327.000 millones correspondieron al sector financiero, que ha emitido un 21,5% menos que en 2017. Por su parte, las emisiones netas de deuda soberana ascendieron a 209.000 millones de dólares en 2018, una cifra muy parecida a la de 2017 (tan solo 8.000 millones por debajo).

En Europa, por el contrario, las emisiones netas de deuda experimentaron un avance del 24,8% a lo largo de 2018 y se situaron en 308.000 millones de dólares. El impulsor de este crecimiento fue el sector financiero, cuyas emisiones netas se situaron en 213.000 millones de dólares, después de 3 años consecutivos de valores negativos, ya que muchas entidades aprovecharon las buenas condiciones de financiación existentes en el contexto de la prevista inminente finalización de los programas de financiación a largo plazo del BCE específicos para bancos. Por el contrario, las emisiones de las empresas no financieras registraron un importante descenso y se situaron en 124.000 millones de dólares, un 18% menos que en 2017, mientras que las emisiones netas de deuda soberana fueron negativas por primera vez desde el inicio de la crisis (-29.000 millones de dólares), ya que las emisiones brutas, que se redujeron un 5,8%, no superaron los vencimientos del año.



Fuente: Dealogic. Datos semestrales.

Las bolsas internacionales cayeron de forma significativa por la presencia de incertidumbres de distinto tipo y se registraron rebotes puntuales de volatilidad

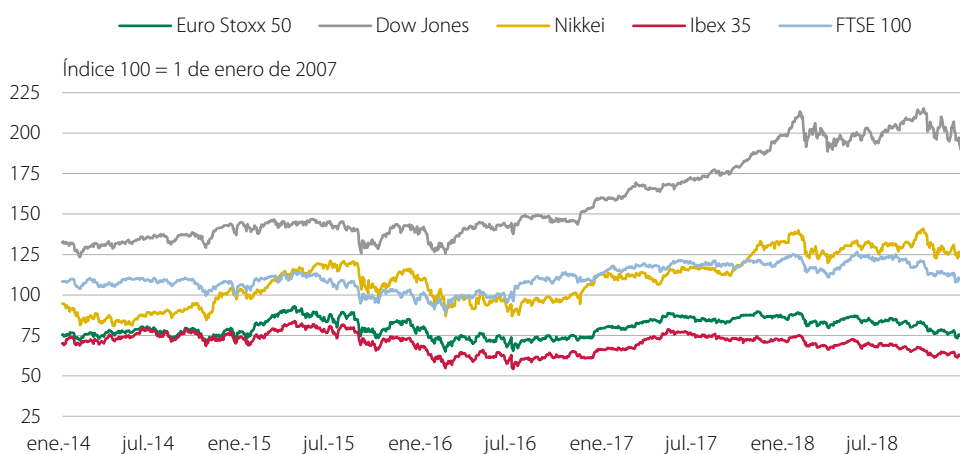
En el conjunto del año, los principales índices bursátiles registraron importantes descensos, debido a elementos de incertidumbre ya mencionados como la percepción de una desaceleración económica en las economías más importantes y la prolongación de las tensiones comerciales. Así, las mayores caídas se produjeron en las bolsas europeas, afectadas especialmente por las dudas en torno al *brexit* o la falta de acuerdo entre la Unión Europea y el Gobierno italiano en relación con su presupuesto. Las pérdidas oscilaron entre el 11% y el 18,3% (las del Ibx 35 fueron del 15%). En EE. UU., los descensos, que se concentraron en el tramo final del ejercicio, acabaron siendo más moderados, oscilando entre el 3,9% y el 6,2%, en un contexto caracterizado por el buen tono de la actividad económica y del mercado de trabajo, que muestra tasas de desempleo en mínimos desde 1969.

Los descensos generalizados de los principales índices bursátiles vinieron acompañados de unos niveles de volatilidad reducidos, si se considera la media anual en comparación con sus promedios históricos. Sin embargo, las turbulencias de los mercados en el primer y último trimestre del año dieron lugar a repuntes de volatilidad transitorios, hasta valores inferiores a los registrados en otros momentos de

incertidumbre. Así, por ejemplo, la volatilidad histórica del índice Dow Jones y la del índice Nikkei creció hasta valores cercanos al 30% y el 25% en febrero y en diciembre, frente a los promedios en el año del 15% y el 16,6%, respectivamente (véase gráfico 1.1.8). En las bolsas europeas, la volatilidad alcanzó máximos puntuales cercanos al 20%, con medias anuales ligeramente por encima del 10%, que son niveles bajos. De forma similar, los indicadores de volatilidad implícita registraron máximos temporales en los mismos meses, aunque el repunte de diciembre fue algo superior y se alcanzaron niveles próximos al 40% en algunos índices (por ejemplo, en el japonés Nikkei).

Evolución de los principales índices bursátiles internacionales

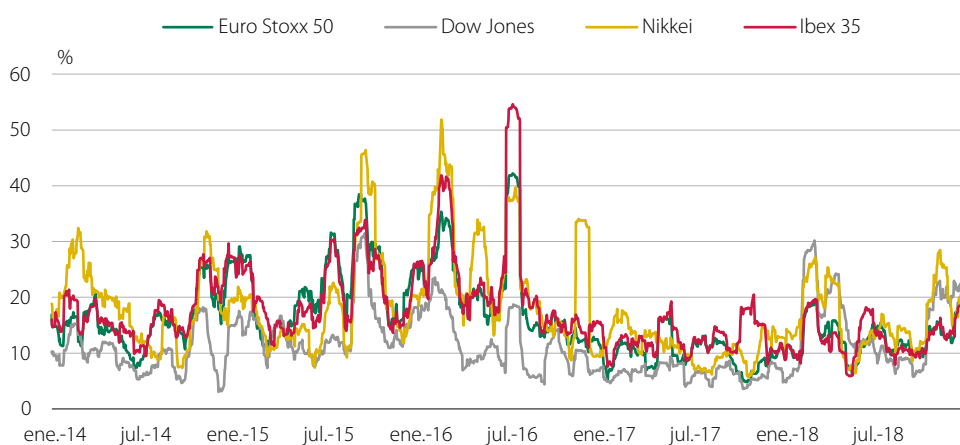
GRÁFICO 1.1.11



Fuente: Thomson Datastream.

Volatilidad histórica¹ de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 1.1.12



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.

Bolsa	Índice	Var. ¹ (%)				
		2014	2015	2016	2017	2018
Países desarrollados						
EE. UU.	Dow Jones Ind. A.	7,5	-2,2	13,4	25,1	-5,6
EE. UU.	Nasdaq Composite	13,4	5,7	7,5	28,2	-3,9
EE. UU.	S&P 500	11,4	-0,7	9,5	19,4	-6,2
Japón	Nikkei	7,1	9,1	0,4	19,1	-12,1
Reino Unido	FTSE 100	-2,7	-4,9	14,4	7,6	-12,5
Zona del euro	Euro Stoxx 50	1,2	3,8	0,7	6,5	-14,3
Euronext	Euronext 100	3,6	8,0	3,0	10,6	-11,2
Alemania	Dax 30	2,7	9,6	6,9	12,5	-18,3
Italia	Mib 30	0,2	12,7	-10,2	13,6	-16,1
España	Ibex 35	3,7	-7,2	-2,0	7,4	-15,0
Latinoamérica, Asia y Europa del Este						
Argentina	Merval	59,1	36,1	44,9	77,7	0,8
Brasil	Bovespa	-2,9	-13,3	38,9	26,9	15,0
Chile	IGPA	3,5	-3,8	14,2	35,0	-7,3
México	IPC	1,0	-0,4	6,2	8,1	-15,6
Perú	IGBL	-6,1	-33,4	58,1	28,3	-3,1
Corea del Sur	Korea Cmp Ex	-4,8	2,4	3,3	21,8	-17,3
Hong Kong	Hang Seng	1,3	-7,2	0,4	36,0	-13,6
China	Shanghai Composite	52,9	9,4	-12,3	6,6	-24,6
Rusia	Russian RTS Index	-45,2	-4,3	52,2	0,2	-7,6

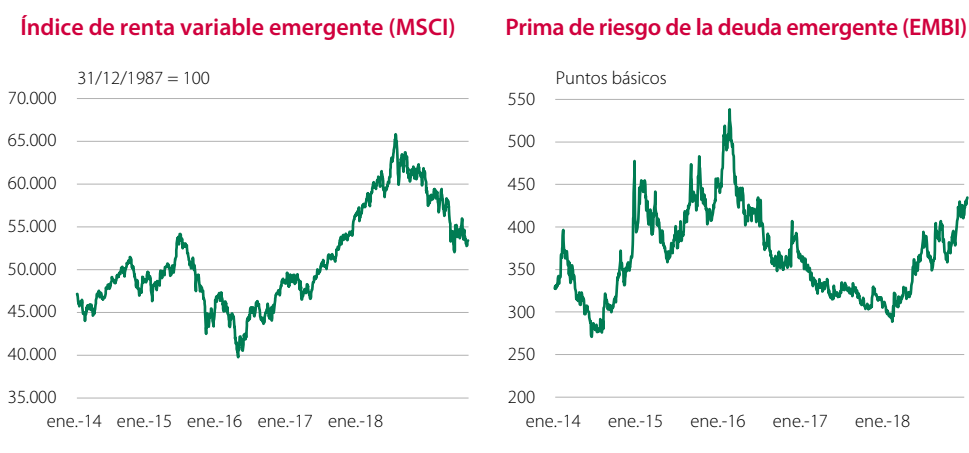
Fuente: Thomson Datastream. (1) En moneda local.

A lo largo de todo el año, el comportamiento de las economías emergentes estuvo marcado por la escalada de las tensiones comerciales entre China y EE. UU. y por las incertidumbres observadas en países como Turquía o Argentina. Todo ello dio lugar a aumentos notables en las primas de riesgo y a retrocesos importantes en los precios de sus mercados bursátiles, en especial en la segunda mitad del ejercicio (el índice MSCI de renta variable emergente cayó un 8,7% en el segundo semestre). En el conjunto de 2018 el índice MSCI disminuyó un 12,3% y la prima de riesgo (EMBI) aumentó 123 p.b., de forma que a finales de diciembre esta se situaba en 435 p.b. (véase gráfico 1.1.13).

Como se observa en el cuadro 1.1.1, los mercados bursátiles de las economías emergentes mostraron, en general, notables retrocesos durante 2018. No obstante, en Latinoamérica, el índice brasileño Bovespa se revalorizó un 15% en el año, impulsado, en parte, por la positiva reacción del mercado a la victoria de Jair Bolsonaro en las elecciones generales de octubre. En Asia, donde se observaron pérdidas importantes en la mayoría de los índices de renta variable, destacó el Shanghai Composite, que disminuyó un 24,6% entre enero y diciembre. Por su parte, el índice ruso (RTS Index) mostró una evolución irregular a lo largo del año. En ausencia de mayores sanciones económicas internacionales, pero con un descenso en los precios del petróleo en el tramo final del año, este índice cedió un 7,6% en el conjunto del ejercicio.

En cuanto a la contratación de acciones, los datos de la Federación Mundial de Bolsas y la Federación Europea de Bolsas muestran que los volúmenes de negociación de las principales bolsas y sistemas multilaterales de negociación (SMN) siguieron una evolución heterogénea por zonas geográficas a lo largo de 2018. Así, en EE. UU. se observó un aumento generalizado de la actividad de negociación, que alcanzó un volumen de 45,6 billones de euros, aproximadamente un 35% más que en 2017. Entre las plataformas europeas, el ascenso más notable se produjo en Deutsche Börse, con un aumento del 21,5% con respecto a la cifra de 2017, seguida de NYSE Euronext y Cboe Equities Europe, con aumentos en torno al 12%. Los volúmenes de negociación de los mercados de Londres y de Japón también aumentaron pero de forma más moderada. En el lado opuesto se volvieron a situar el SMN Turquoise, con un retroceso superior al 23%, y BME, con una disminución de aproximadamente un 9%.

Evolución de los mercados financieros en las economías emergentes GRÁFICO 1.1.13



Fuente: Thomson Datastream y Bloomberg.

En los primeros meses de 2019, los mercados de renta variable recuperaron buena parte de las pérdidas registradas en el ejercicio anterior (en muchos casos todas las pérdidas) tras conocerse la posición del BCE y de la Reserva Federal, más predispuestos a retrasar —en el primer caso— y a hacer más gradual —en el segundo— las subidas de tipos de interés en el actual contexto de desaceleración. También influyó un cierto avance en las negociaciones sobre los acuerdos comerciales entre China y EE. UU. y el hecho de que, tras las pérdidas de 2018, muchas compañías mostraban cotizaciones atractivas para buena parte de los inversores. En este contexto de revalorización de la renta variable, las bolsas más importantes registraron, en general, caídas en los volúmenes de negociación⁵. Con todo, siguen presentes diversas fuentes de incertidumbre que hacen que los mercados sean altamente sensibles a la aparición de nuevas informaciones, por lo que no se pueden descartar episodios puntuales de volatilidad, todo ello en un contexto de ralentización de la actividad económica mundial.

Las subidas de tipos en EE. UU. y las incertidumbres europeas pesan en la cotización del euro

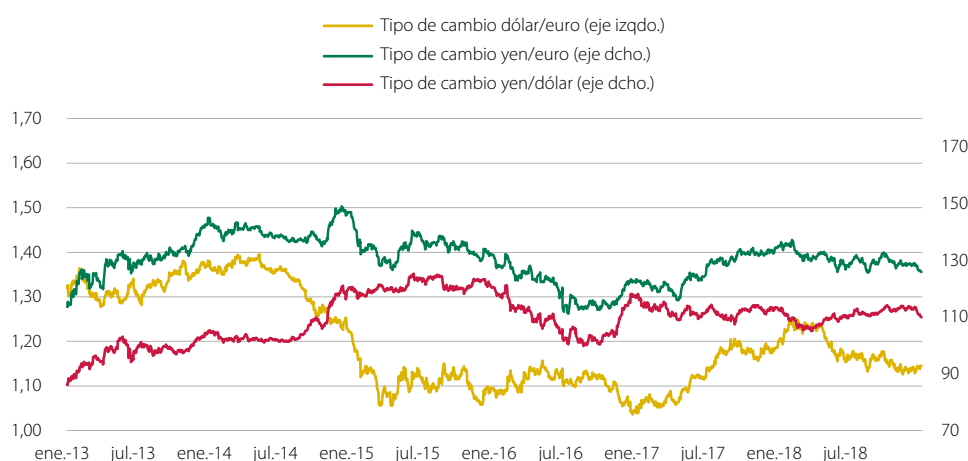
En los mercados de cambio, durante los primeros meses de 2018 el euro se apreció respecto a las principales divisas, pero después su depreciación fue predominante si

⁵ En algunos casos la caída de la negociación en el primer trimestre de 2019 fue superior al 15% interanual.

bien no muy intensa. En relación con el dólar, el tipo de cambio inició el ejercicio en 1,20 dólares por euro y se mantuvo por encima de esta cifra durante los 4 primeros meses del año, para iniciar posteriormente una tendencia depreciatoria y finalizar el ejercicio en torno a 1,15. En este cambio de tendencia influyó, por una parte, el atractivo de la divisa estadounidense como consecuencia del mayor rendimiento de sus activos y, por otra, la existencia de diversos elementos de incertidumbre en Europa (Italia y *brex*it), que debilitaron la cotización de la moneda europea. La evolución del tipo de cambio del euro respecto al yen siguió un patrón similar al del dólar/euro durante el año, con la ligera depreciación consiguiente de la divisa europea. Entre diciembre de 2017 y diciembre de 2018, ese tipo de cambio pasó de 135 a 126 yenes por euro.

Tipo de cambio del euro frente al dólar y al yen

GRÁFICO 1.1.14



Fuente: Thomson Datastream.

1.1.3 Perspectivas y riesgos

Según las previsiones publicadas en abril de 2019 por el FMI, el crecimiento del PIB mundial seguirá ralentizándose este año y se situará en el 3,3%, para aumentar levemente después hasta el 3,6% en 2020. Estas previsiones implican una revisión a la baja con respecto a las que publicó en su informe de enero de dos décimas para este año y estabilidad respecto a la cifra esperada para 2020. Buena parte del menor ritmo de avance de la actividad se debe a las restricciones a los intercambios comerciales, a la pérdida de impulso de factores que en el pasado tuvieron una repercusión positiva y a la presencia de diversas fuentes de incertidumbre política y financiera. En las economías avanzadas, el crecimiento del PIB se situaría en el 1,8% este año (2,2% en 2018), siendo el de la zona del euro de un 1,3% (1,8% en 2018) y el de EE. UU. de un 2,3% (2,9% en 2018). Las previsiones para las economías emergentes y en desarrollo sitúan el avance en un 4,4% para este año y en un 4,8% el año que viene (1 décima menos respecto a su previsión anterior en ambos casos).

Entre los riesgos más relevantes que se ciernen sobre este escenario cabe mencionar la incertidumbre acerca del futuro de las negociaciones comerciales entre EE. UU. y China, y la posibilidad de que estas den lugar a un incremento del proteccionismo global. También son destacables las dudas sobre la evolución de algunas economías emergentes. En Europa, siguen presentes los riesgos relacionados con la posibilidad de que el Reino Unido salga de la Unión Europea sin haber alcanzado un acuerdo entre ambas partes (*brex*it duro) y con aquellos derivados de la acumulación de desequilibrios financieros

en un entorno prolongado de tipos de interés muy reducidos. Entre estos últimos destaca la mayor predisposición de algunos participantes a invertir en activos más arriesgados y a elevar su nivel de endeudamiento, riesgos que van a persistir a corto plazo, dado el previsible retraso en el proceso de subidas de tipos por parte del BCE.

1.2 Entorno nacional

En 2018 el entorno macroeconómico nacional fue favorable en su conjunto. Aunque a un ritmo más lento que en años anteriores, el PIB y el empleo continuaron en expansión, la inflación se mantuvo casi todo el ejercicio en valores inferiores al 2% —a pesar del encarecimiento del petróleo— y el déficit público se redujo por debajo del 3% del PIB. Las diferentes fuentes de incertidumbre que estuvieron presentes en 2018, algunas de carácter económico o financiero (acuerdos comerciales, problemas en economías emergentes y consolidación fiscal en Italia) y otras de origen político (*brexit*, Cataluña...), tuvieron un impacto relativamente limitado en la actividad económica española pero sí se hicieron notar en los mercados financieros. Así, los índices bursátiles no fueron ajenos a las caídas del resto de bolsas mundiales y las primas de riesgo experimentaron leves repuntes de carácter transitorio.

En este contexto, el PIB se incrementó un 2,6% en 2018 (3% en 2017), 7 décimas más que en la zona del euro, en un ejercicio de ralentización y de menor sincronía entre las economías más importantes. A pesar de la desaceleración económica, el número de empleados aumentó en más de 560.000, por lo que la tasa de paro media de 2018, aunque elevada, fue de casi 2 puntos menos que en 2017 y se situó en el 15,3% de la población activa. La situación patrimonial de los hogares continuó mejorando como consecuencia del aumento de sus rentas, la disminución de sus deudas y el aumento de su riqueza. Sin embargo, su ahorro cayó hasta mínimos históricos, lo que sitúa a una parte de ellos en una situación vulnerable si cambian las circunstancias de la economía. Los bancos siguieron teniendo ciertas dificultades para incrementar su rentabilidad debido al reducido nivel de los tipos de interés, aunque se observó una consolidación en el ritmo de crecimiento del crédito en algunos segmentos y una disminución adicional de la tasa de morosidad.

En los mercados de deuda, las rentabilidades mostraron una evolución relativamente estable a pesar de las incertidumbres existentes. Las rentabilidades a corto plazo experimentaron pocas variaciones, en línea con la continuidad de la política monetaria adoptada por el BCE. En los plazos más largos, las rentabilidades de los activos de deuda pública, beneficiados por las mejoras recibidas en su calificación crediticia, descendieron en los primeros meses del año y después mostraron ciertos aumentos coincidiendo con los momentos de mayor incertidumbre en Italia, que también propiciaron repuntes transitorios en la prima de riesgo. El balance anual fue prácticamente neutro, pues los tipos acabaron el año en niveles muy parecidos a los de 2017.

En los mercados de renta variable, el Ibex 35 experimentó un retroceso del 15%, similar al registrado en otras bolsas europeas de referencia, en un entorno de volatilidad relativamente baja y unas condiciones de liquidez favorables. Los mayores descensos, aunque revertidos parcialmente durante los primeros meses de 2019 por el buen comportamiento generalizado de los mercados⁶, se produjeron en el sector financiero y en el de bienes y servicios de consumo.

1.2.1 Entorno económico

La economía española creció un 2,6% en 2018 y aumentó el diferencial respecto a la zona del euro

En 2018, el crecimiento del PIB de la economía española se situó en el 2,6%, con lo que prolonga la senda expansiva que inició en 2014, aunque a un ritmo algo inferior al de años previos (3% en 2017 y 3,2% en 2016), en línea con el entorno de ralentización de otras economías. Con todo, la desaceleración de la actividad doméstica fue menor que la de la zona del euro (cuyo crecimiento pasó del 2,5% al 1,8% fundamentalmente por el negativo comportamiento de Alemania), lo que elevó el diferencial de crecimiento desde 0,5 puntos porcentuales (p.p.) hasta 0,7 p.p.

La aportación de la demanda nacional al crecimiento del PIB se mantuvo constante en 2,9 p.p. en 2018, mientras que la contribución del sector exterior, que no finalizaba el año en terreno negativo desde 2015, fue de -0,4 p.p. (5 décimas menos que en 2017). En relación con los componentes de la demanda interna, se observó una leve aceleración del crecimiento del consumo público entre 2017 y 2018 (pasó del 1,9% al 2,1%) y de la formación bruta de capital fijo (del 4,8% al 5,3%), mientras que la variación del consumo privado experimentó una leve desaceleración (pasó del 2,5% en 2017 al 2,3% en 2018). En cuanto a los componentes del sector exterior, tanto exportaciones como importaciones disminuyeron su ritmo de avance, afectadas por la situación del comercio internacional. Las importaciones crecieron un 3,5% (5,6% en 2017) y las exportaciones lo hicieron un 2,3% (5,2% en 2017). La mayor ralentización de estas últimas hizo que la contribución de la demanda exterior al crecimiento fuera negativa durante todo el año pasado.

Indicadores de la economía española (tasas de crecimiento)

CUADRO 1.2.1

	2014	2015	2016	2017	2018
PIB	1,4	3,6	3,2	3,0	2,6
Consumo privado	1,5	3,0	2,8	2,5	2,3
Consumo público	-0,3	2,0	1,0	1,9	2,1
Formación bruta de capital fijo, de la que:	4,7	6,7	2,9	4,8	5,3
bienes de equipo	6,0	11,8	5,3	6,0	5,4
Exportaciones	4,3	4,2	5,2	5,2	2,3
Importaciones	6,6	5,4	2,9	5,6	3,5
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	-0,5	-0,3	0,8	0,1	-0,4
Empleo ¹	1,0	3,3	3,1	2,8	2,5
Tasa de paro (% población activa)	24,4	22,1	19,6	17,2	15,3
Índice de precios de consumo	-0,1	-0,5	-0,2	2,0	1,7
Saldo cuenta corriente (% PIB)	1,1	1,2	2,3	1,8	0,8
Saldo AA. PP. (% PIB) ²	-6,0	-5,3	-4,5	-3,1	-2,5

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 2015, 2016, 2017 y 2018 por una cuantía del 0,1%, 0,2%, 0,04% y 0,01% del PIB respectivamente.

Desde el punto de vista de la oferta, se observaron avances en el sector de la construcción, cuyo valor añadido creció un 6,8% en 2018 (6,2% en 2017), y una desaceleración en el sector industrial (incluida la rama de la energía), que creció un 1,2% frente a un 4,4% en 2017. Por su parte, en el sector de los servicios y en las ramas primarias se registraron avances en el conjunto del año, siendo destacable el incremento en el valor añadido del sector primario, que pasó de caer en 2017 un 0,9% a cifras positivas en 2018 (1,8% de media anual). En el caso de los servicios, el valor añadido se incrementó un 2,6% (2,5% en 2017), destacando el aumento de un 2,3% de las actividades financieras y de seguros (0,4% en 2017).

La tasa de inflación, que superó el 2% en los meses centrales de 2018 por el repunte de los precios de la energía, se fue reduciendo posteriormente a medida que la tasa energética se fue normalizando⁷. De media anual, la tasa de inflación se situó en el 1,7% (1,2% en diciembre), mientras que la tasa subyacente —IPSEBENE, que excluye los elementos más volátiles del índice como la energía y los alimentos no elaborados— se mantuvo en niveles mucho más acotados durante todo el periodo (entre el 0,8% y el 1,2%), registrando una media anual de 0,9% (la misma tasa en diciembre). Por su parte, el diferencial de inflación con la zona del euro osciló en valores cercanos a 0 durante todo el año, para finalizarlo en un registro ligeramente negativo (-0,3 p.p.). De media anual, esta diferencia fue inapreciable, frente a las 5 décimas de media en 2017.

En el mercado laboral, el dinamismo de la actividad económica permitió que el empleo creciera de forma notable, un 2,5% de media en 2018, pero con algo menos de intensidad que en años previos (2,8% en 2017 y 3,1% en 2016). La información de la Encuesta de Población Activa (EPA) indica que el año pasado el número de empleados se incrementó en 566.200 (2,42 millones en los últimos 5 años) y que la tasa de paro descendió hasta el 14,5% en el cuarto trimestre (16,6% a finales de 2017). Además, la tasa de variación interanual de los costes laborales unitarios fue ligeramente positiva en 2018, pues el aumento de la remuneración por asalariado fue algo mayor que el de la productividad aparente del trabajo.

Las finanzas del sector público mejoraron sensiblemente en 2018 como consecuencia del crecimiento de la economía y del menor gasto por intereses de la deuda. El déficit público cerró el año en una tasa cercana al 2,5% del PIB (3,1% en 2017), compatible, por tanto, con la salida de España del procedimiento de déficit excesivo en el que se encontraba desde 2009. Todas las Administraciones que presentaban necesidades de financiación redujeron su importe, destacando la disminución del déficit del Estado, que pasó del 1,9% en 2017 al 1,6% en 2018; el de las comunidades autónomas, que alcanzó el 0,2% (0,4% en 2017); y, en menor medida, el de las administraciones de la seguridad social, que se situó en el 1,41% (1,44% en 2017). Por su parte, las corporaciones locales experimentaron un leve descenso de su superávit, que pasó del 0,6% al 0,5% del PIB. El nivel de deuda pública se situó en el 97,1% del PIB (datos del cuarto trimestre), por lo que registra pocas variaciones desde mediados de 2014.

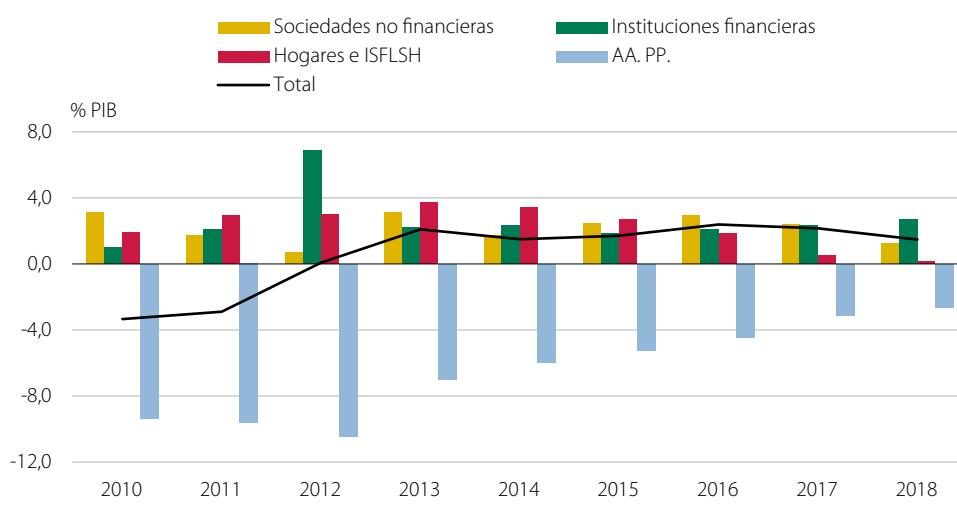
7 La tasa de variación interanual de los precios de la energía pasó del 12,0% en septiembre hasta el 2,1% en diciembre.

La capacidad de financiación de la economía española frente al resto del mundo descendió en 2018 hasta el 1,5% del PIB

Los mercados de valores
y sus agentes
Entorno económico
y financiero

La recuperación de la inversión de la economía española en un contexto de estabilidad de su ahorro dio lugar a un pequeño descenso de su capacidad de financiación, que en 2018 se situó en el 1,5% del PIB (2,2% del PIB en 2017). Por sectores, cabe señalar el descenso, por sexto año consecutivo, de la necesidad de financiación de las Administraciones públicas (AA. PP.), en línea con la disminución del déficit público. En los sectores no financieros de la economía, se observó una disminución de la capacidad de financiación, que en el caso de los hogares se explica por el descenso de su tasa de ahorro. Por su parte, la capacidad de financiación de las sociedades no financieras disminuyó desde el 2,4% hasta el 1,3% del PIB, en línea con la recuperación de la formación bruta de capital fijo.

Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación de la economía española GRÁFICO 1.2.1



Fuente: Banco de España.

La situación patrimonial de los hogares continuó mejorando, pero su ahorro se situó en mínimos históricos

Los últimos datos sobre posición patrimonial de los hogares revelan que tanto su tasa de ahorro como las ratios de endeudamiento y de carga financiera continuaron descendiendo en 2018. El descenso de la tasa de ahorro, que pasó del 5,5% de su renta bruta disponible (RBD) a finales de 2017 hasta el 4,7% en el tercer trimestre de 2018, se explica por el dinamismo del consumo agregado en un contexto de leve aumento de la remuneración por asalariado. En el caso de la ratio de endeudamiento, que se redujo desde el 100,2% de la RBD a finales de 2017 hasta el 98,3% en septiembre de 2018, se produjo tanto una disminución en el nivel de las deudas como un incremento en el nivel de renta disponible agregada. La ratio de carga financiera descendió levemente (desde el 11,5% de la RBD hasta el 11,4%) por la estabilidad del coste medio de la deuda, en niveles reducidos dentro de un marco de rentas crecientes. La riqueza neta de los hogares se incrementó durante 2018 (desde el 542,6% del PIB hasta el 553,1%) debido mayoritariamente a la revalorización de los activos inmobiliarios. La riqueza financiera cayó ligeramente hasta el 182% del PIB.

Las inversiones financieras netas de los hogares ascendieron al 1,9% del PIB en 2018⁸ (1,5% en 2017), manteniendo la tendencia de años anteriores pero con importes, en general, más reducidos. Así, continuó la inversión en medios de pago (4,2% del PIB) y la desinversión en depósitos a plazo y en valores de renta fija (3,5% del PIB) y en acciones y participaciones (1,4% del PIB). Los hogares volvieron a adquirir participaciones en fondos de inversión, aunque por un importe algo menor que en años anteriores, influidos probablemente por las turbulencias de los mercados a finales de año. En total, invirtieron en estos productos un volumen de recursos equivalente al 1,8% del PIB (2,4% en 2017).

En cuanto a las preferencias por el riesgo de los partícipes en fondos de inversión, continuó la propensión hacia las categorías de mayor riesgo, siguiendo la tendencia de los últimos años; no obstante, los volúmenes fueron más reducidos, pues el perfil inversor cambió en el tramo final de año coincidiendo con el periodo de fuertes caídas en las bolsas, que dio lugar a un aumento de la aversión al riesgo y una mayor preferencia por categorías más conservadoras. En el conjunto de 2018, estas categorías más conservadoras registraron reembolsos netos por un importe cercano a los 6.800 millones de euros, mientras que las categorías de mayor riesgo recibieron un volumen significativo de recursos (cercano a los 17.600 millones de euros en conjunto). Entre estas últimas cabe destacar el importe de las suscripciones en fondos globales, que superó los 9.400 millones de euros. Las suscripciones netas en fondos de renta variable, tanto mixta como euro e internacional, oscilaron entre los 1.790 y los 3.864 millones de euros dependiendo de la categoría.

Tendencias más recientes de las decisiones de ahorro e inversión de los hogares españoles

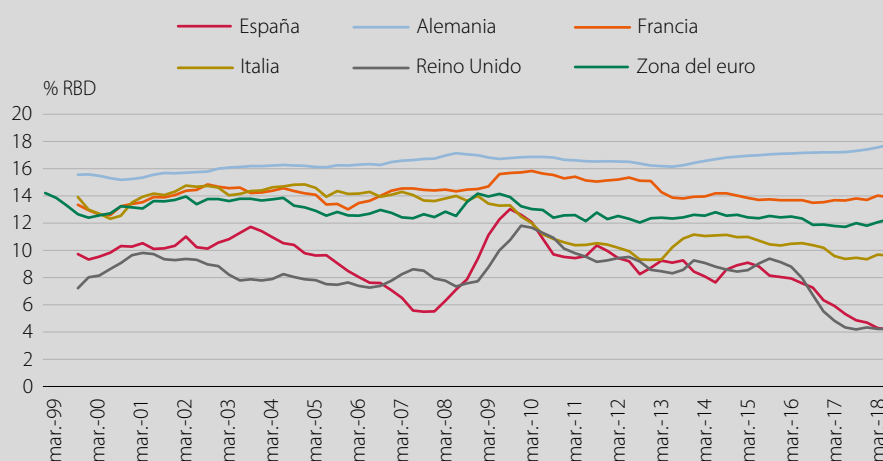
RECUADRO 1

Las decisiones de ahorro, endeudamiento e inversión de los agentes de una economía resultan determinantes a la hora de conformar el modelo de economía productiva de un país y también el grado de desarrollo de sus mercados financieros. En este recuadro se presentan las tendencias más relevantes de estas decisiones en relación con los hogares españoles, en comparación con los de otros países de nuestro entorno, y se apuntan posibles explicaciones sobre las diferencias encontradas.

Como se observa en el gráfico R1.1, en el periodo considerado (desde 1999) la tasa de ahorro de los hogares españoles ha sido sistemáticamente inferior a la del promedio de la zona del euro y a la de la mayoría de los países europeos analizados. Esta tendencia se ha mantenido incluso en los momentos de incremento del ahorro por motivos de precaución que se produjo tras la crisis financiera de 2008. Los datos correspondientes al tercer trimestre de 2018 indican que el ahorro se sitúa en el 4,2% de la renta bruta disponible (RBD), frente al 12,3% en la zona del euro. De forma paralela a este reducido nivel de ahorro, los hogares españoles se endeudaron significativamente más que los europeos hasta el inicio de la crisis (véase gráfico R1.2), cuando la brecha entre ambos alcanzó 40 p.p. de la RBD (134% en España y 93% en la zona del euro). Este endeudamiento se dirigió de forma mayoritaria a la adquisición de activos no financieros (en particular, viviendas), frente a otros activos.

Tasa de ahorro

GRÁFICO R1.1

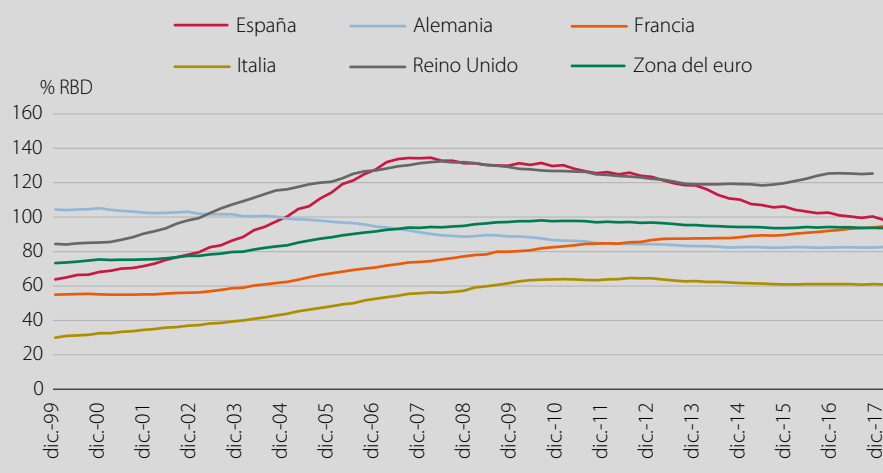


Fuente: Thomson Datastream.

Se puede argumentar que antes de la crisis se dio una serie de factores que permitieron e incluso intensificaron estas tendencias: i) la economía crecía a unas tasas significativas y las rentas en aumento de los hogares hicieron que estos tomaran decisiones de inversión más ambiciosas; ii) el descenso de los tipos de interés tras la incorporación a la zona del euro, junto con el fuerte aumento de la oferta de crédito, impulsaron significativamente el endeudamiento del sector privado; y iii) el régimen fiscal existente impulsó la adquisición de vivienda frente a otros activos y frente a la opción del alquiler. Tras la crisis, el estallido de la burbuja inmobiliaria y el notable incremento del desempleo, los hogares españoles iniciaron un fuerte proceso de desendeudamiento que sitúa ya el nivel de sus deudas en tasas muy cercanas a la media de la zona del euro, mientras que la tasa de ahorro se ha vuelto a situar en mínimos históricos. Es posible que una parte de la disminución del ahorro se pueda asociar con el elevado número de hogares con rentas reducidas, cuya capacidad de ahorro se ve muy limitada. Por otra parte, también existe la posibilidad de que un número relevante de hogares que durante la crisis habían aplazado el consumo de determinados bienes duraderos ahora puedan afrontarlo.

Tasa de endeudamiento

GRÁFICO R1.2

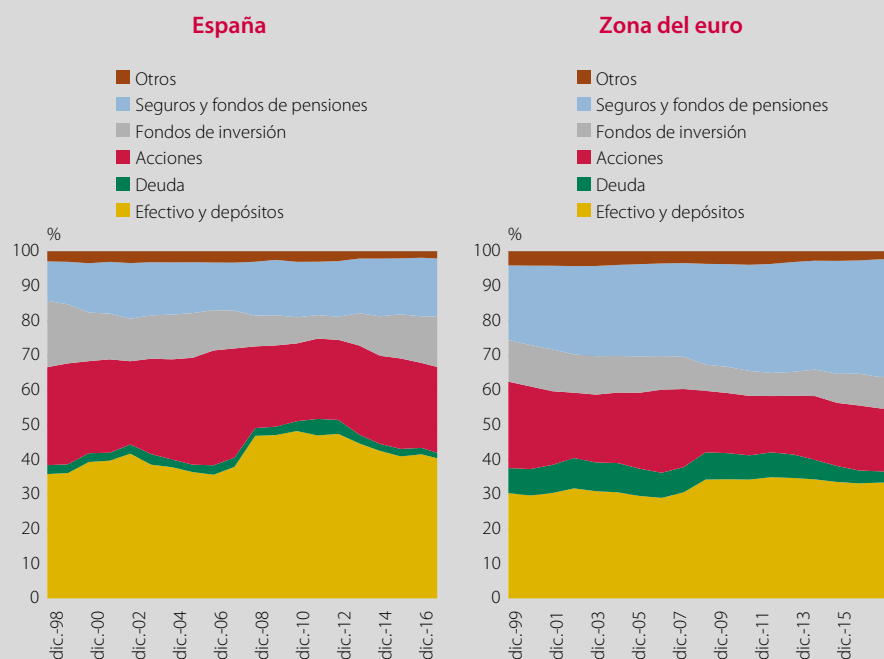


Fuente: Thomson Datastream.

Del comportamiento de los hogares se puede deducir que sus recursos han provenido de un ahorro doméstico pequeño y una deuda mayor, y que se han utilizado fundamentalmente para adquirir activos reales, mientras que la inversión en activos financieros ha sido mucho menos relevante. En términos agregados, los hogares españoles muestran un nivel de riqueza superior al de la media de la zona del euro, pero esto se debe exclusivamente al mayor peso de los activos reales (453% del PIB en España, frente al 271% en la zona del euro). Los activos financieros (netos) suponen un 95% del PIB, frente al 130% en la zona del euro. En relación con la inversión en activos financieros de los hogares, se observa que el volumen de la inversión de los hogares españoles en activos financieros ha sido inferior al de la zona del euro en todo el periodo considerado (entre 25 y 30 p.p. del PIB), pero que su composición no ha sido significativamente diferente, siendo cierto que la importancia relativa del efectivo y los depósitos es algo mayor en España, al igual que lo es la inversión en acciones y en fondos de inversión. Por el contrario, es inferior la inversión en seguros y en activos de renta fija (véanse los paneles del gráfico R1.3).

Descomposición del saldo de activos financieros por clase de activo

GRÁFICO R1.3



Fuente: BCE.

A corto plazo, una economía cuyos hogares ahorran sistemáticamente poco, se endeudan más y muestran una preferencia clara por los activos reales puede experimentar a corto plazo un crecimiento superior basado en la fortaleza del consumo, pero ello estaría acompañado de un desequilibrio entre la demanda nacional y la exterior y el crecimiento estaría algo sesgado hacia la construcción y las actividades inmobiliarias, que son sectores menos productivos. A medio y largo plazo las consecuencias parecen más bien desfavorables, en la medida en que este contexto favorece la acumulación de algunos desequilibrios financieros (exceso de apalancamiento) y la formación de

burbujas en el precio de los activos (inmobiliarios), que pueden ser insostenibles en un determinado momento y generar efectos negativos sobre los agentes de la economía y el crecimiento. Esta preferencia por la vivienda en propiedad también puede dar lugar a una oferta laboral con menos movilidad dentro del propio país. Finalmente, este modelo supone unos mercados financieros menos desarrollados, lo que tiene efectos claros en la evolución económica de cualquier país.

De cara al futuro, sería deseable que el ahorro de los hogares españoles fuera algo superior y que sus inversiones estuvieran más equilibradas entre los activos reales y los activos financieros. Esto permitiría, entre otras cosas, un mayor desarrollo de los mercados financieros y, a medio plazo, un crecimiento económico superior. Sin embargo, este proceso tiene al menos dos limitaciones a corto plazo: i) la elevada proporción de hogares de rentas menores, que no pueden elevar su ahorro y son más vulnerables en términos financieros y ii) el nivel de educación financiera de determinados estratos de la población, que condiciona sustancialmente sus decisiones de ahorro, endeudamiento e inversión. Finalmente, cabe destacar un gran reto que está ya presente en la sociedad, derivado del envejecimiento de la población en España. Cabe suponer que este proceso cobra una importancia creciente en las decisiones financieras de los hogares y que, previsiblemente, tendrá un impacto positivo en los mercados de capitales.

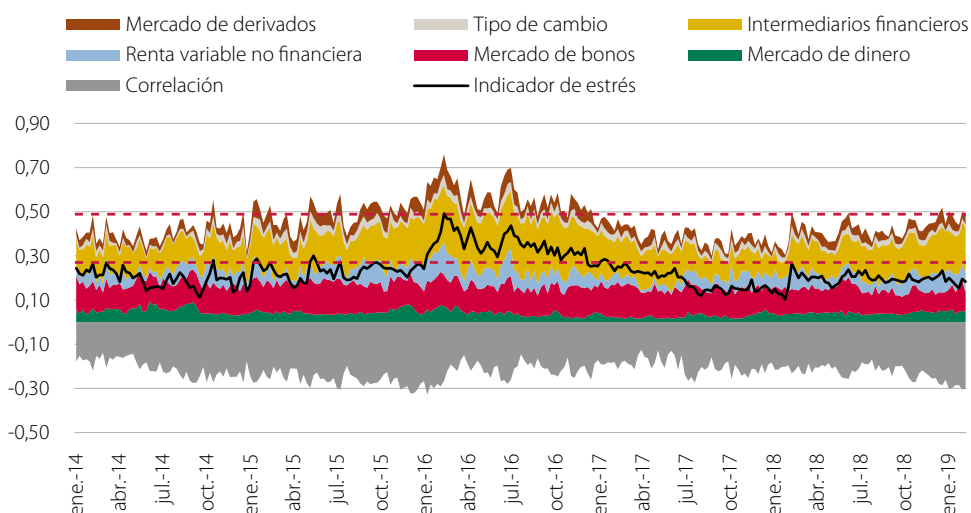
1.2.2 Entorno financiero

El indicador de estrés de los mercados financieros permaneció en niveles reducidos, aunque con ligeros repuntes puntuales a lo largo del año

El indicador de estrés de los mercados financieros españoles se mantuvo en niveles reducidos prácticamente todo el ejercicio, situándose en 0,18 a finales de diciembre (por debajo de 0,27 se considera que el estrés es bajo). El indicador mostró ligeros repuntes a lo largo de 2018, como el de febrero (hasta 0,27), debido a las turbulencias protagonizadas por las bolsas estadounidenses o, más avanzado el año, los de junio y octubre (hasta 0,24 y 0,22 respectivamente), que hay que relacionar con las dudas sobre las finanzas públicas en Italia y, en menor medida, con otras fuentes de incertidumbre (la denominada «guerra comercial», las tensiones en economías emergentes o la incertidumbre regulatoria). En general, el nivel de estrés más elevado se ha venido produciendo en el segmento de los intermediarios financieros, afectado por la caída prolongada de las cotizaciones de los bancos, y en el de renta fija, debido a repuntes puntuales de volatilidad y a la pérdida de liquidez de estos instrumentos. Este indicador, que la CNMV publica desde 2017, se basa en la información sobre primas de riesgo, volatilidad, liquidez y, también, caídas abruptas en los precios. Por ello, mide el estrés actual en el mercado, que —como en el resto de Europa— es muy reducido, pero no pronostica su futuro.

Indicador de estrés de los mercados financieros españoles¹

GRÁFICO 1.2.2



Fuente: CNMV. (1) Para una mayor información sobre la metodología de este indicador véase Cambón M.I. y Estévez, L. (2016). «A Spanish Financial Market Stress Index (FMSI)». *Spanish Review of Financial Economics 14*, enero (1), pp. 23-41, o como Documento de Trabajo de la CNMV n.º 60 (<http://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/monografias.aspx>).

Las rentabilidades de la deuda experimentaron pocos cambios en el año y solo se produjo algún repunte temporal en los tramos largos por las dudas sobre Italia

En los mercados de deuda nacionales, los tipos de interés de la deuda pública a corto plazo mostraron pocas variaciones en 2018, en línea con la política monetaria ultraexpansiva que mantuvo el BCE. Estos tipos de interés finalizaron el ejercicio en valores algo menos negativos que en 2017 aunque siguieron cerca de mínimos históricos. En particular, los tipos de interés de las letras a 3, 6 y 12 meses se situaron en el -0,55%, el -0,42% y el -0,37% respectivamente, por encima de los valores del cierre de 2017 (-0,62%, -0,54% y -0,47 respectivamente). Por su parte, los tipos a medio y largo plazo mostraron descensos sustanciales en los primeros compases del ejercicio por la mejora de la calificación crediticia del bono soberano⁹. Después, los momentos de mayor incertidumbre en relación con la sostenibilidad de las cuentas públicas en Italia y la falta de acuerdo con la Unión Europea y, en menor medida, otros acontecimientos dieron lugar a pequeños aumentos en la rentabilidad del bono a 10 años, que pasaba desde mínimos cercanos a 1,15% en marzo hasta niveles superiores a 1,6% a finales de mayo y a 1,75% en octubre. A finales de año, el acercamiento de posturas entre la economía transalpina y la Unión Europea y la perspectiva de una desaceleración económica más intensa de lo previsto, con sus previsibles efectos sobre la política monetaria, dieron lugar a descensos en las rentabilidades de la deuda a largo plazo, que en el bono a 10 años lo cerraba en el 1,42%, 15 p.b. por debajo de la cifra de finales de 2017 (1,57%).

La prima de riesgo de crédito soberano experimentó repuntes transitorios en 2018, como consecuencia de las incertidumbres mencionadas con anterioridad, y marcó un máximo anual de 134 p.b. en mayo. Posteriormente disminuyó de forma notable hasta

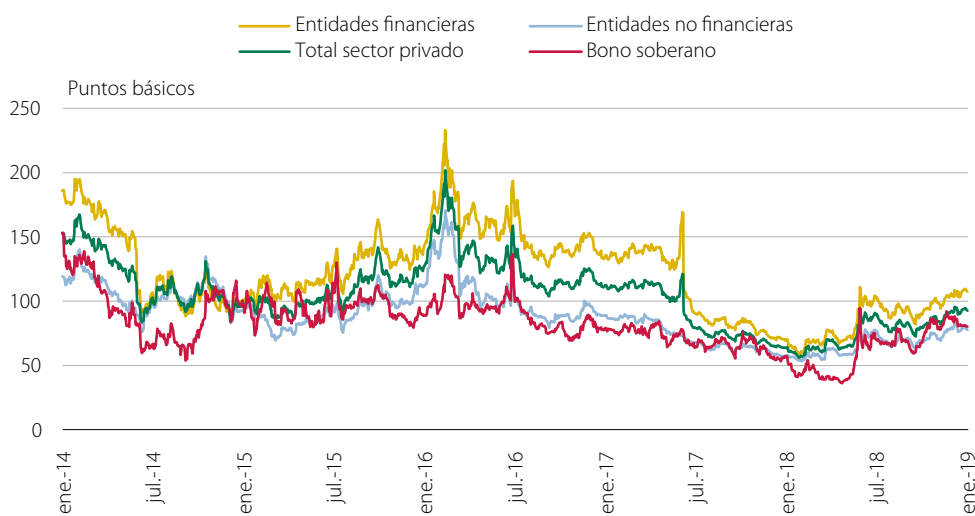
9 A finales de marzo, S&P mejoró el *rating* del bono soberano español de BBB+ a- (con perspectiva positiva) y, en abril, la agencia Moody's lo elevó desde Baa2 hasta Baa1 (perspectiva estable).

alcanzar un mínimo inferior a 90 p.b. en junio y, ya en el tramo final del año, tras experimentar ciertos altibajos relacionados con las dudas en torno a Italia, finalizó el ejercicio en 118 p.b. (4 p.b. más que a finales de 2017). El comportamiento de las primas de riesgo de los subsectores privados de la economía fue más desfavorable que el del sector público, destacando las entidades financieras, cuya prima de riesgo aumentó prácticamente durante todo el año. Este indicador se vio perjudicado por la exposición de algunos bancos a economías emergentes con problemas (Turquía o Argentina), por la dificultad de incrementar su margen de intereses en el marco actual de tipos de interés reducidos y por algunas incertidumbres de tipo regulatorio y fiscal. Así, la media de los CDS de las entidades financieras españolas se situaba a finales de diciembre en 108 p.b., por encima de los 70 p.b. del inicio del año y la media de los de las entidades no financieras quedaba en 78 p.b., frente a los 58 p.b. de comienzos del ejercicio.

Los mercados de valores
y sus agentes
Entorno económico
y financiero

Prima de riesgo de los emisores españoles¹

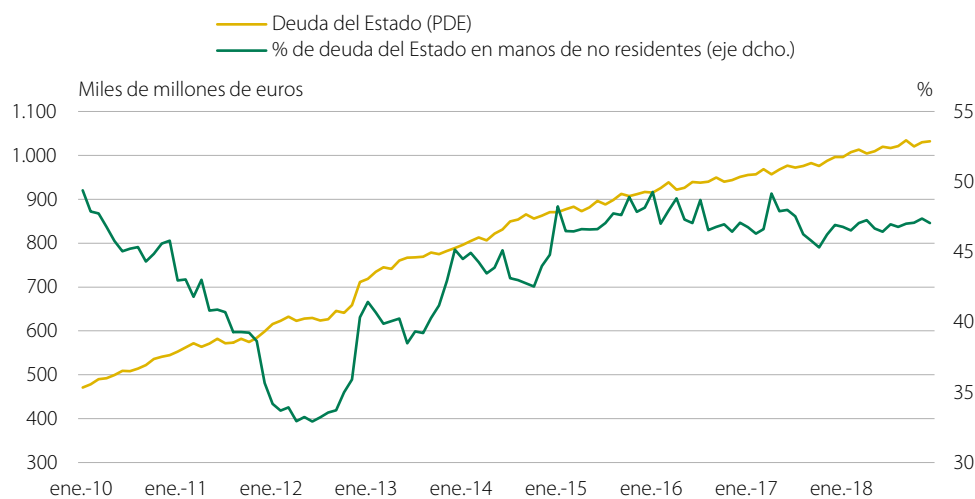
GRÁFICO 1.2.3



Fuente: Thomson Datastream. (1) Mercado de derivados de crédito. Vencimiento a 5 años. Media simple, salvo para el CDS del bono del Estado.

Deuda del Estado y porcentaje de deuda en manos de no residentes

GRÁFICO 1.2.4



Fuente: Banco de España.

En un contexto favorable para la emisión de activos de renta fija, y a pesar de los esfuerzos realizados por las autoridades y las infraestructuras de mercado para facilitar

y abaratar las emisiones en los mercados nacionales, las empresas han seguido sustituyendo sus emisiones en España por emisiones en el exterior. Las emisiones de renta fija privada registradas en la CNMV descendieron un 8% en el conjunto del año, hasta los 101.076 millones de euros, mientras que las realizadas en el exterior crecieron un 5,4%, hasta los 89.358 millones de euros. No obstante, en el cuarto trimestre se apreció una reactivación de las emisiones registradas en la CNMV, gracias a varias emisiones de cédulas hipotecarias y de bonos de titulización y, sobre todo, a una emisión de bonos de la SAREB por un importe cercano a 30.000 millones de euros.

El Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), que está destinado principalmente a la financiación de pymes mediante la emisión de títulos de renta fija y se enfoca a inversores institucionales, siguió en expansión en 2018. El importe nominal emitido el año pasado se situó por encima de 6.370 millones de euros, lo que supone un aumento del 60% con respecto al registro de 2017. La mayor parte de este importe correspondió a emisiones de pagarés (85%) realizadas por 28 sociedades, entre ellas algunas grandes compañías como El Corte Inglés, Elecnor, el Grupo Barceló o Sacyr. La negociación de valores admitidos a contratación en el MARF siguió realizándose mayoritariamente de forma bilateral.

El entorno de tipos de interés reducidos siguió lastrando la rentabilidad de los bancos, aunque se mantuvo la caída de la morosidad

A la espera de subidas en los tipos de interés oficiales —que según parece se van a retrasar a la vista del deterioro de la actividad en la zona del euro—, el sector bancario continúa operando en un entorno de tipos de interés reducidos que impide mejoras relevantes en el margen de intereses y afrontando algunos cambios estructurales como, por ejemplo, el incremento de la competencia por parte de empresas *fintech*. Como nota positiva, cabe resaltar el hecho de que el dinamismo de la economía y la evolución favorable del mercado laboral siguen permitiendo descensos de la tasa de morosidad, que se situó en el 5,8% en diciembre (7,8% a finales de 2017), con lo que alcanza los mínimos de marzo de 2011.

La cuenta de resultados de las entidades de crédito en relación con sus negocios en España mostró unas ganancias de 12.378 millones de euros en 2018 (3.919 millones de pérdidas en 2017, afectadas por las pérdidas de Banco Popular, que se estiman en 12.000 millones de euros). Como se ha comentado anteriormente, la rentabilidad de los bancos sigue presionada por el entorno de tipos de interés reducidos, que impide mejoras en el margen de intereses: este se situó en 23.276 millones de euros en 2018 (23.225 millones en 2017). Los gastos de explotación disminuyeron ligeramente hasta los 25.987 millones de euros en 2018 (26.667 millones en 2017), siendo, por tanto, la significativa mejora de las pérdidas por el deterioro de activos financieros y de otros activos la que marcó el fuerte avance del beneficio agregado del sector (que se situó en máximos desde 2009).

La financiación bancaria al sector no financiero residente (empresas y hogares) continuó avanzando ligeramente en 2018 y superó el ritmo de crecimiento de 2017. En el caso de las sociedades no financieras, esta financiación aumentó un 1,2% en diciembre (0,4% en el mismo mes de 2017), debido al crecimiento de la financiación a través de valores distintos de acciones (9,4%) y de préstamos del exterior (4,3%). Por el contrario, la financiación a través de préstamos de entidades de crédito residentes cayó un 2,0%. Por su parte, la financiación a los hogares se incrementó un 0,15% en diciembre, con lo que se revirtió la tendencia de los últimos años (-1,3% y -0,6%

en 2016 y 2017 respectivamente). La expansión del crédito destinado a consumo (4,8%) compensó el descenso del saldo vivo de crédito para la adquisición de vivienda.

El tamaño del sector bancario, en términos del volumen agregado de activos por su actividad en España, disminuyó en 2018 hasta 2,58 billones de euros (2,65 billones en 2017), con lo que retomó la tendencia descendente iniciada en 2012 e interrumpida temporalmente en 2017. Algunas de las fuentes de financiación más importantes —como, por ejemplo, los depósitos de los hogares y las empresas residentes, o la que procede del Eurosistema¹⁰— registraron descensos. El patrimonio neto de los bancos experimentó una leve disminución en 2018, que fue mucho más acusada en la partida que recoge las provisiones constituidas para la cobertura de pérdidas por deterioro, tanto de los créditos como del resto de activos.

Los beneficios de las sociedades cotizadas no financieras cayeron en 2018 por el comportamiento desfavorable de unas pocas compañías

El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras se situó en 22.150 millones de euros en 2018, un 34% menos que en 2017. Esta evolución no fue homogénea entre sectores ni entre compañías, ya que, si se descuenta la evolución desfavorable de 4 sociedades¹¹ (de un total de 119), el beneficio agregado total habría crecido un 4,9%, una tendencia que estaría más en línea con el dinamismo de la actividad doméstica. Por sectores, los mayores avances se produjeron en las empresas industriales, cuyos beneficios crecieron un 8,4% en el ejercicio, hasta superar los 5.700 millones de euros, y en las empresas del sector del comercio y los servicios (descontando las cifras de Abengoa), con un aumento del resultado del 7,8%. En el caso de las empresas del sector de la energía, el beneficio consolidado del ejercicio creció un 4,2%¹². En las empresas de la construcción y las actividades inmobiliarias se observó una caída significativa del beneficio agregado, que también estuvo concentrado en pocas entidades¹³, aunque se apreció una homogeneidad superior en la evolución de las cuentas (los beneficios disminuyeron incluso descontando los de las entidades más grandes).

Evolución de los resultados por sectores: empresas cotizadas no financieras

CUADRO 1.2.2

Millones de euros

	Resultado de explotación		Resultado antes de impuestos		Resultado (consolidado) del ejercicio	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018
Energía	11.562	9.571	10.043	7.739	9.727	5.773
Industria	7.491	7.560	6.753	7.162	5.269	5.714
Comercio y servicios	15.158	15.959	17.651	12.669	13.588	8.540
Construcción e inmobiliario	5.877	5.370	4.958	4.397	5.009	2.124
Total agregado	40.088	38.460	39.405	31.967	33.593	22.150

Fuente: CNMV.

10 La financiación procedente del Eurosistema (descontando el importe de los programas de compra de deuda) se situaba a finales de 2018 en 143.000 millones de euros (164.000 millones en 2017).

11 Naturgy (energía), Abengoa (comercio y servicios), OHL y Ferrovial (ambas del sector de la construcción y los servicios inmobiliarios).

12 Excluyendo las pérdidas de Naturgy, que se situaron cerca de los 2.600 millones de euros en 2018.

13 OHL, Ferrovial y Colonial.

Por su parte, el nivel de las deudas de las sociedades cotizadas no financieras mostró una variación muy pequeña en 2018, con un aumento del 0,7%, hasta situarse algo por encima de los 230.000 millones de euros. Esta tendencia tuvo su origen en el avance de las deudas de las compañías del sector del comercio y los servicios, cuyo nivel pasó de 81.185 millones en 2017 a 84.871 en 2018, y, en menor medida, de las empresas industriales (de 19.707 millones a 21.125 millones). Por el contrario, el nivel de las deudas de las compañías energéticas y de las pertenecientes a la construcción y las actividades inmobiliarias disminuyó en el conjunto del ejercicio. La ratio de apalancamiento agregada, medida a través del cociente entre las deudas y el patrimonio neto, apenas cambió en 2018, al pasar de 0,97 a 0,98. A finales de año, la ratio más reducida correspondía a las empresas industriales (0,57) y a las relacionadas con el negocio de la energía (0,73). Finalmente, la ratio de cobertura de la deuda, evaluada como el cociente entre las deudas y el resultado de explotación, experimentó un leve deterioro por la caída de los márgenes ya comentada.

El Ibex 35 cayó un 15% en 2018, en línea con otras bolsas europeas, afectado por varias fuentes de incertidumbre internacionales y domésticas

En los mercados de renta variable nacionales, el Ibex 35 finalizó el ejercicio con un retroceso destacable —del 15%, en línea con el comportamiento de la mayoría de las referencias europeas (véase sección 1.1)— debido a varias incertidumbres expuestas con anterioridad, entre las que destaca la exposición de las compañías españolas a activos de deuda italianos y a varias economías emergentes con dificultades, las restricciones a los intercambios comerciales, las dudas sobre el acuerdo de salida del Reino Unido de la Unión Europea y algunas inseguridades fiscales y regulatorias. Por sectores, se observaron avances en el sector del petróleo y la energía, mientras que los retrocesos se concentraron en las empresas del sector financiero y en el de servicios y bienes de consumo.

Las empresas de pequeña capitalización, que habían tenido un buen comportamiento en la primera mitad del año, cayeron con fuerza hasta presentar pérdidas en el conjunto de 2018 por la posible repercusión que la desaceleración de la economía española podría tener sobre sus cuentas y la dificultad de compensarla con otros negocios en el exterior. Por otro lado, los índices de valores latinoamericanos que cotizan en euros también presentaron incrementos notables en 2018 en un entorno de elevada volatilidad de algunos tipos de cambio de las divisas latinoamericanas respecto al euro (los índices FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top obtuvieron ganancias del 10,3% y el 14,8%, respectivamente).

La capitalización de las bolsas descendió por primera vez, tras 6 años consecutivos de avances, hasta alcanzar un importe aproximado de 593.000 millones de euros, un 15% menos que el ejercicio anterior. El retroceso se debió fundamentalmente a la caída de las cotizaciones de las acciones, apoyado por la menor captación de fondos a través de las ampliaciones de capital (7.389 millones, un 71% menos que en 2017).

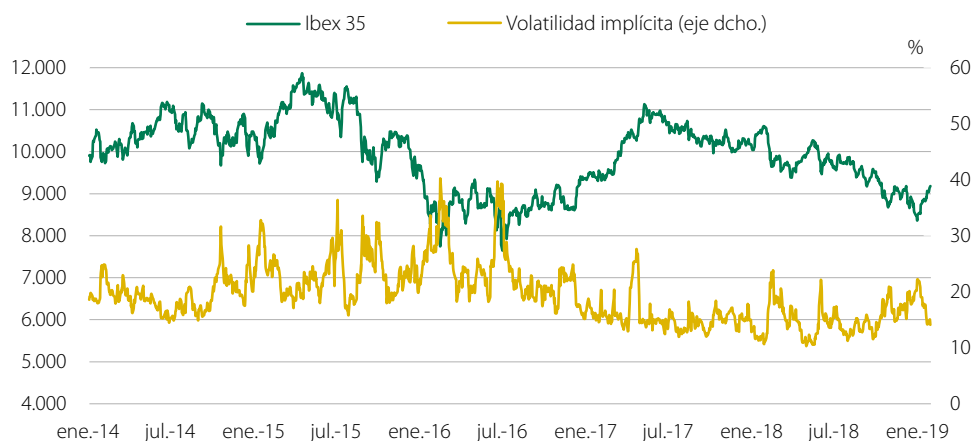
Como en otras bolsas de referencia internacionales, la volatilidad del Ibex 35 permaneció en valores reducidos a lo largo de todo el año. A pesar de las turbulencias de los mercados en el primer y último trimestre del año, que dieron lugar a repuntes de volatilidad transitorios, los valores alcanzados fueron inferiores a los registrados en otros momentos de incertidumbre. A finales de año, la volatilidad implícita del Ibex 35 se situaba en valores algo superiores al 20%, en línea con la media registrada entre 2016 y 2017, pero aún por debajo de su media histórica. En este contexto, la negociación de

valores españoles superó los 930.000 millones de euros en 2018 (un 0,2% menos en términos anuales), de los que casi 580.000 millones correspondieron al mercado regulado español (un 8,5% menos) y 351.000 millones a los SMN y mercados regulados competidores, con lo que alcanzó su cuota histórica máxima (37,4%) de negociación sujeta a reglas de mercado (28,1% y 31,7% en 2016 y 2017, respectivamente)¹⁴.

Los mercados de valores
y sus agentes
Entorno económico
y financiero

Evolución del Ibx 35 y de su volatilidad implícita¹

GRÁFICO 1.2.5



Fuente: Thomson Datastream.

Rentabilidad de los índices y sectores del mercado bursátil español

CUADRO 1.2.3

%

	2014	2015	2016	2017	2018
Índices					
Ibx 35	3,7	-7,2	-2,0	7,4	-15,0
Madrid	3,0	-7,4	-2,2	7,6	-15,0
Ibx Medium Cap	-1,8	13,7	-6,6	4,0	-13,7
Ibx Small Cap	-11,6	6,4	8,9	31,4	-7,5
FTSE Latibex All-Share	-16,1	-39,2	71,0	9,0	10,3
FTSE Latibex Top	-11,1	-34,6	67,8	7,3	14,8
Sectores¹					
Petróleo y gas	-9,8	-21,0	32,7	-11,9	-1,5
Químicas	-17,1	56,7	198,2	55,4	8,8
Materiales básicos	17,8	-8,5	24,0	26,1	-10,0
Construcción y materiales de construcción	9,9	6,3	-4,3	15,8	0,2
Bienes industriales y servicios	-1,4	9,1	8,4	29,8	-12,8
Salud	1,1	23,9	-7,8	12,9	-3,6
Utilities	27,3	7,9	-0,7	3,1	12,0
Bancos	8,1	-22,7	-1,1	11,9	-28,1
Seguros	-9,2	-5,1	15,5	0,1	-12,8
Inmobiliaria	46,3	12,6	-5,0	15,6	-8,3
Servicios financieros	5,3	-2,7	-1,3	7,3	-7,5
Telecomunicaciones y medios de comunicación	3,8	-8,2	-8,3	-3,2	-11,9
Consumo discrecional	-0,1	29,7	3,1	-9,5	-23,4
Consumo básico	-7,8	5,5	-6,0	-1,0	-35,7

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

14 Datos de negociación sujeta a reglas de mercado (*lit y dark*).

El Ibex 35, que había alcanzado mínimos inferiores a los 8.400 puntos a finales de 2018, recuperó los 9.500 en los primeros meses de 2019¹⁵. A pesar de la prolongación de algunas fuentes de incertidumbre y de la sensibilidad del mercado a la aparición de informaciones no alineadas con las expectativas de los analistas, muchas compañías presentaban unas cotizaciones atractivas debido a las fuertes pérdidas del último trimestre del año anterior y, por tanto, predominaron las compras. La revalorización del índice en el año (11,4%) fue similar a la del índice británico (10,6%) pero inferior a la de otros índices de referencia europeos que se incrementaron entre un 16% y un 18%.

1.2.3 Perspectivas y riesgos

Según las previsiones del FMI publicadas en abril de 2019, el PIB de la economía española crecerá un 2,1% este ejercicio y un 1,9% en 2020. Estos pronósticos suponen una revisión a la baja de una décima para 2019 y estabilidad para 2020 respecto a las previsiones publicadas en enero y, por tanto, quedan fuera de las revisiones generalizadas a la baja que esta institución realizó sobre las economías más importantes. Con estas cifras, el diferencial de crecimiento entre España y la zona del euro se situaría en 8 décimas este año y 4 décimas el año próximo (0,8 p.p. de media entre 2016 y 2018).

Los riesgos más relevantes que se observan para el panorama económico nacional tienen que ver con: i) la necesidad de afianzar la consolidación de las cuentas públicas y, en particular, de reducir el nivel de deuda pública; ii) la elevada tasa de desempleo, aunque en descenso, junto con los retos derivados del envejecimiento de la población; iii) la posible prolongación de la incertidumbre política originada tanto por la fragmentación parlamentaria como por el conflicto en Cataluña; y iv) la repercusión negativa sobre el negocio de las empresas exportadoras españolas con mayor exposición a los mercados con más restricciones al comercio y también a aquellos que están experimentando una ralentización más acusada de la demanda.

Entre los riesgos de carácter financiero más importantes, cabe destacar aquellos relacionados con el mantenimiento de los tipos de interés en niveles reducidos durante más tiempo del previsto hace unos meses, a la vista de la intensidad de la ralentización económica en la zona del euro. Este entorno seguirá, por una parte, presionando a la baja la rentabilidad de los bancos y, por otra, alentando el endeudamiento de los agentes e incentivando la búsqueda de activos de mayor rentabilidad (*search for yield*). Tampoco se puede descartar el desencadenamiento de episodios puntuales de turbulencias en los mercados financieros originadas por alguna de las fuentes de incertidumbre presentes (por ejemplo, la posibilidad de un *brexit* duro).

La creación de una autoridad macroprudencial en España (AMCESFI)

RECUADRO 2

La política macroprudencial tiene como finalidad la preservación de la estabilidad del sistema financiero en su conjunto mediante el refuerzo de su resistencia y la atenuación de los riesgos de carácter sistémico. Tradicionalmente,

el enfoque de las políticas relacionadas con la estabilidad financiera se ha orientado hacia el sistema bancario, poniendo un énfasis especial en el tamaño de las entidades. Sin embargo, la última crisis financiera puso de manifiesto que otros actores y actividades desarrolladas al margen del negocio bancario podían ser fuente o canal de transmisión de riesgo sistémico en determinadas circunstancias, si bien también existe consenso en que la mayor diversificación de las fuentes de financiación más allá de la actividad bancaria puede contribuir a una mayor estabilidad financiera. Desde entonces, y a raíz de las recomendaciones del G20, las autoridades nacionales e instituciones internacionales han trabajado en la mejora de la resistencia de las actividades y entidades relacionadas con la intermediación financiera no bancaria (anteriormente conocidas como *shadow banking*) y en la construcción de un marco institucional y regulatorio para la detección y el análisis de los riesgos sistémicos que incluya todos los segmentos del sistema financiero. En el ámbito europeo, estos trabajos se plasmaron en la creación en 2011 de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS o ESRB, por sus siglas en inglés) para que se encargase de la supervisión macroprudencial del sistema financiero de la Unión Europea y de la prevención y mitigación del riesgo sistémico.

La JERS emitió en 2011 una recomendación¹ en la que instaba a los países de la Unión Europea a designar a una autoridad responsable de la supervisión macroprudencial. Esta recomendación se justificaba por la mejora en la eficacia de la política macroprudencial, al situarse a nivel nacional la responsabilidad de adoptar medidas para mantener la estabilidad financiera. Además, en su última revisión del sistema financiero español², el FMI también indicó, entre otros aspectos, que España debía establecer un Consejo de Riesgo Sistémico para la coordinación entre agencias sobre los factores y la supervisión relacionados con el riesgo sistémico, y las políticas para el conjunto del sistema en el sector financiero. A raíz de la recomendación de la JERS, la mayoría de los Estados miembros de la Unión Europea (a excepción de Italia) han constituido a lo largo de los últimos años sus autoridades macroprudenciales, bien creando dicha autoridad de nuevo cuño con la participación de las autoridades de supervisión preexistentes, o bien designando en muchos casos al banco central como autoridad, o bien articulando una estructura de cooperación interinstitucional con un papel de liderazgo por parte del banco central o de la autoridad de supervisión integrada preexistente.

Aunque en España la creación formal de una autoridad macroprudencial propiamente dicha se inició en los últimos meses del año pasado, existía ya un comité con funciones parecidas a algunas de las que están previstas para la autoridad macroprudencial. Este comité, denominado CESFI (Comité de Estabilidad Financiera), se creó en 2006 y estaba integrado por miembros representantes del Banco de España, la CNMV, la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, y el Ministerio de Economía. El CESFI se reunió con frecuencia durante los años más complicados de la crisis de deuda soberana en Europa pero después tuvo varios años de inactividad. El CESFI se reunió de nuevo en junio de 2018 bajo los auspicios de la ministra de Economía y Empresa, a quien dio pleno apoyo en su iniciativa de poner en marcha la creación de una autoridad macroprudencial propiamente dicha en España, atendiendo las recomendaciones tanto de la JERS como del FMI.

A finales de 2018 se publicó un proyecto de Real Decreto de creación de la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI), que se sometió a audiencia pública hasta el 26 de diciembre y se aprobó finalmente el 1 de marzo³. De acuerdo con este real decreto, la AMCESFI, que ha celebrado su primera reunión en abril, busca mejorar la coordinación de la supervisión macroprudencial a nivel nacional y ayudar a prevenir o mitigar los riesgos sistémicos, lo cual debería contribuir a que el sistema financiero pueda apoyar y no lastrar el crecimiento económico. La Autoridad se compone de un Consejo, un Comité Técnico como órgano de apoyo y los subcomités que el Consejo acuerde constituir. El Consejo está compuesto por la ministra de Economía y Empresa, que lo preside, el gobernador del Banco de España, que asume la vicepresidencia, el presidente de la CNMV, la subgobernadora del Banco de España, la vicepresidenta de la CNMV, la secretaria de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa y el director general de Seguros y Fondos de Pensiones. En el Comité Técnico, la subgobernadora del Banco de España actúa como presidenta y el secretario general del Tesoro y Financiación Internacional asume la vicepresidencia. En todos los órganos existe la posibilidad de invitar a otras autoridades públicas, como el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) o la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal.

La AMCESFI tiene como misión el seguimiento y análisis de aquellos factores que puedan afectar al riesgo sistémico, por un lado, y por otro, emitir opiniones, alertas y recomendaciones, cuando así lo estime oportuno a la luz de su análisis previo. Puede incluso realizar recomendaciones en materia de política macroprudencial a los supervisores para que adopten medidas específicas. Los destinatarios de las recomendaciones de la Autoridad deberán explicar cómo van a darles cumplimiento o justificar adecuadamente, en su caso, los motivos por los que consideran innecesario o inadecuado seguirlas. Las competencias de supervisión las mantienen las autoridades nacionales competentes que venían ejerciéndolas hasta ahora, quienes cuentan con mayor información y experiencia en el seguimiento de los entes supervisados. De este modo, se respeta su independencia.

Por otra parte, los supervisores sectoriales deberán informar con antelación a la AMCESFI acerca de su intención de activar, recalibrar o desactivar alguna de sus herramientas macroprudenciales. En particular, deberán notificar las medidas relacionadas, por ejemplo, con los requisitos de colchones de capital, el establecimiento de límites a la concentración sectorial, la fijación de condiciones sobre la concesión de préstamos y otras operaciones, o la aplicación de mayores ponderaciones de riesgo para las exposiciones inmobiliarias. Entre las medidas relacionadas con el ámbito de actuación de la CNMV, destacan la suspensión del reembolso de las participaciones en instituciones de inversión colectiva, las decisiones dirigidas a reforzar el nivel de liquidez de las instituciones de inversión colectiva y la prohibición o restricción de las ventas en corto. Unos meses antes, el Real Decreto-ley 22/2018, de 14 de diciembre, por el que se establecen herramientas macroprudenciales, había atribuido facultades adicionales al Banco de España, a la CNMV y a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones para abordar posibles riesgos del sistema financiero español desde una perspectiva macroprudencial. En el caso de los fondos de inversión, en particular, se atribuyó a la CNMV potestad para, en

determinadas circunstancias, poder fijar requerimientos de liquidez a las instituciones y entidades de inversión colectiva⁴.

Finalmente, para contribuir al mantenimiento de la estabilidad financiera dentro de la Unión Europea, se regula la obligación de cooperación con las autoridades macroprudenciales de otros Estados miembros así como con las instituciones europeas competentes. La AMCESFI rendirá cuentas mediante la elaboración de un informe anual y la comparecencia de la presidenta de la Autoridad ante la comisión correspondiente del Congreso de los Diputados.

- 1 Recommendation of the European Systemic Risk Board of 22 December 2011 on the macro-prudential mandate of national authorities (ESRB/2011/3). https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/ESRB_2011_3.en.pdf?da108dbb14efccdf98f4544534e2ef4e
- 2 Spain Financial System Stability Assessment. IMF Country Report No. 17/321. Esta evaluación es parte de la vigilancia bilateral de conformidad con el artículo IV del Convenio Constitutivo del FMI.
- 3 Real Decreto 102/2019, de 1 de marzo, por el que se crea la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera, se establece su régimen jurídico y se desarrollan determinados aspectos relativos a las herramientas macroprudenciales.
- 4 Real Decreto-ley 22/2018, de 14 de diciembre, por el que se establecen herramientas macroprudenciales.

2.1 Mercados de renta variable

Las cotizaciones en los mercados de renta variable españoles siguieron una trayectoria de descensos durante gran parte del año 2018, que se acentuaron durante el segundo semestre, de modo que el Ibex 35 cerró con pérdidas del 15%, que se extendieron a la mayoría de los sectores. En este contexto, la capitalización del mercado de renta variable disminuyó, pues el importe de los recursos captados mediante ampliaciones de capital fue el más bajo de los últimos años e insuficiente para compensar las caídas de precios de las acciones. Además, el comportamiento desfavorable de las bolsas limitó la salida a cotización de nuevas empresas en los mercados.

La actividad de negociación sobre valores españoles se mantuvo estable en 2018, observándose una recomposición entre la actividad en los mercados nacionales, a la baja tras la leve recuperación de 2017, y la de otros mercados regulados, sistemas multilaterales y centros de negociación competidores, que siguió aumentando. Esta evolución hizo que la cuota de mercado de estos últimos se situara cerca del 37% a finales de 2018, si se tiene en cuenta la negociación total (*lit* más *dark*)^{1, 2}.

2.1.1 Panorama general

Los mercados de renta variable españoles comenzaron 2018 con retrocesos significativos, prolongando la tendencia a la baja del segundo semestre de 2017, ante la perspectiva de que las primeras medidas de normalización de la política monetaria europea comenzarían a adoptarse en breve, siguiendo el camino marcado por la Reserva Federal³. Posteriormente, el anuncio de medidas proteccionistas por la Administración Trump, el incremento de los temores a una guerra comercial entre EE. UU. y China⁴ y el aumento de las incertidumbres de tipo político en Europa evitaron una recuperación sustancial de las cotizaciones. En este contexto, el Ibex 35 retrocedió un 4,4% en el primer trimestre y finalizó el segundo sin apenas cambios.

El débil comportamiento de los mercados en el primer semestre se agravó conforme avanzaba la segunda mitad del año, pues a las incertidumbres mencionadas anteriormente se unieron las tensiones entre el Gobierno italiano y la Unión Europea en relación con el presupuesto de la economía transalpina, los problemas de algunas economías emergentes en las que las compañías españolas tienen importantes

1 Ambos tipos de negociación (*lit* y *dark*) están sujetos a reglas de mercado pero sometidos a un régimen de transparencia diferente, que es menos exigente en la modalidad *dark*.

2 Si se tiene solo en cuenta la negociación *lit*, la cuota de mercado de los centros competidores es del 38%.

3 La Reserva Federal ha subido los tipos nueve veces de forma consecutiva desde el año 2015. Para un mayor detalle sobre las decisiones sobre política monetaria de los principales bancos centrales, véase el epígrafe 1.1.1.

4 La primera medida de la guerra comercial fue el establecimiento recíproco de una batería de aranceles entre EE. UU. y China.

intereses económicos y, a final de año, el temor a una ralentización económica mundial y las dudas en torno al *brex*it. El Ibex 35 retrocedió un 2,4% en el tercer trimestre y un 9% adicional en el cuarto, lo que elevó las pérdidas anuales hasta el 15%, en línea con el índice europeo Eurostoxx 50 y con otros índices de referencia europeos⁵ a excepción del alemán Dax 30, que presentó el peor comportamiento de todos ellos.

La volatilidad implícita del Ibex 35 se mantuvo en niveles reducidos durante la mayor parte del año, observándose repuntes transitorios ligados a distintos episodios de incertidumbre. Estos repuntes fueron similares a los de otros índices europeos e inferiores a los registrados por los índices estadounidenses. A finales de año, la volatilidad implícita se situaba en el 21,8%, algo por encima del registro de diciembre de 2017 (15,5%). Los promedios anuales no fueron muy diferentes: 15,1% en 2018 y 15,5% en 2017, y similares a los de la mayoría de los índices europeos con excepción del italiano, que registró una volatilidad superior⁶.

La capitalización de las bolsas retrocedió de modo destacado y se situó en 595.662 millones de euros, la cifra más baja de los últimos 5 años. Esta disminución se explica por el descenso de las cotizaciones —que alcanzó el 15%⁷, su peor comportamiento desde 2010—, el menor valor de las nuevas sociedades admitidas a cotización respecto al de las compañías excluidas y el descenso del importe de los recursos captados mediante ampliaciones de capital, que también fue el menor de los últimos 5 años.

Los volúmenes negociados en las bolsas españolas se recuperaron en el primer semestre del año y cayeron en el segundo, coincidiendo con el momento de mayor deslocalización de la contratación en beneficio de otros mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación y centros de contratación competidores. En el conjunto del ejercicio, la negociación de renta variable en los mercados secundarios oficiales disminuyó un 8%, hasta situarse en torno a los 580.000 millones de euros, su volumen más bajo desde 2003. Las bolsas nacionales siguen manteniendo la mayor parte de la contratación de los valores españoles admitidos a cotización en ellas, pero volvieron a perder peso relativo en favor de sus competidores, que al cierre del año concentraban en torno al 40% de la negociación total, 6 puntos porcentuales (p.p.) más que en 2017⁸. Por tanto, se consolida la tendencia de fragmentación del mercado español, al situarse en un nivel similar al de los principales mercados de Europa, que ya habían anticipado este fenómeno.

Como es tradicional, los inversores no residentes continuaron desempeñando un papel muy destacado en el mercado de renta variable español, tanto en términos de contratación como de propiedad, que alcanzó un record histórico al cierre de 2017. De acuerdo con el *Informe de Mercado 2018* de BME, los inversores extranjeros representaron algo más del 80% de la contratación, manteniendo su carácter de pilar fundamental para la liquidez del mercado. Por su parte, las familias

5 En 2018, los índices europeos Eurostoxx 50, Dax 30, Cac 40 y Mib 30 retrocedieron un 14,3%, 18,3%, 11,0% y 16,1%, respectivamente, mientras que los estadounidenses Dow Jones, S&P 500 y Nasdaq lo hicieron un 5,6%, 6,2% y 3,9%, respectivamente. Por otra parte, los japoneses Nikkei 225 y Topix acumularon un rendimiento anual negativo del 12,1 y el 17,8%, respectivamente.

6 La volatilidad implícita media de los índices europeos Eurostoxx 50, Dax 30, Cac 40 y Mib 30 fue del 13,2%, el 14,9%, el 13,6% y el 19,4%, respectivamente, mientras que en los índices estadounidenses Dow Jones, S&P 500 y Nasdaq fue del 14,5%, el 13,3% y el 18,5%, respectivamente.

7 El Ibex 35 retrocedió un 15 % en el año, lo mismo que el IGBM.

8 Incluye la negociación sujeta a reglas de mercado (*lit y dark*).

españolas representan algo más del 20% de la propiedad de las acciones, cuyo valor alcanzaba 111.433 millones de euros en septiembre de 2018, un 14% menos que al cierre de 2017⁹.

El cuadro 2.1.1 permite comparar el tamaño de los principales mercados internacionales de renta variable mediante las ratios de capitalización y contratación respecto al PIB. En 2018, la ratio de capitalización respecto al PIB disminuyó para todos los mercados como consecuencia de las caídas de las cotizaciones en las principales bolsas internacionales en un contexto de expansión del PIB a nivel global, destacando los retrocesos de Canadá y China, donde la disminución fue más significativa. En EE. UU. y en Europa la caída fue más moderada, como reflejo del comportamiento más discreto y estable de estos mercados. En el caso de la contratación, se observó una heterogeneidad mayor, con aumentos en EE. UU. y, en menor medida, Canadá y Japón, estabilidad en los mercados regulados europeos y retroceso en China. Como ya sucediese en 2017, la evolución de la contratación en los mercados regulados europeos estuvo condicionada por el impacto de la competencia de otros mercados regulados, SMN y centros de negociación competidores, así como por el mantenimiento de la volatilidad en niveles reducidos, lo que desincentivó la negociación algorítmica y de alta frecuencia (HFT). En el caso español, el descenso de la ratio fue más acusado que en otros mercados europeos, afectado por la pérdida de cuota de mercado en beneficio de sus competidores.

Capitalización y contratación bursátil en mercados regulados nacionales en relación con el PIB nominal

CUADRO 2.1.1

%

	Capitalización ¹		Contratación	
	2017	2018	2017	2018
EE. UU. ²	162,7	148,5	131,1	176,2
Canadá	173,7	148,8	94,4	106,0
China ³	100,2	75,4	147,2	114,5
Japón	127,7	106,6	118,6	126,9
Bolsa de Londres ⁴	128,8	107,8	65,7	68,9
Euronext ⁵	100,3	86,4	46,7	49,4
Alemania	57,8	45,3	39,8	45,4
Italia ⁴	37,3	30,9	36,6	35,7
España	60,2	49,3	55,8	49,0

Fuente: World Federation of Exchanges; Eurostat; Gobiernos de EE. UU., Canadá, China, Reino Unido y Japón; Datastream 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, Shanghái y Shenzhen, así como el PIB de la República Popular China y Hong Kong. (4) Aunque Bolsa Italiana se integró en 2010, aquí se facilitan por separado los porcentajes de capitalización y contratación sobre el PIB que corresponden a cada país. (5) El denominador es la suma de los PIB nominales de Francia, Holanda, Bélgica y Portugal.

2.1.2 Sociedades cotizadas y capitalización

Las bolsas españolas finalizaron 2018 con 148 sociedades admitidas a cotización, dos menos que al final de 2017¹⁰. Se incorporaron cinco compañías al mercado continuo, todas ellas de nueva admisión: una inmobiliaria (Metrovacesa)¹¹, una SOCIMI (Arima Real Estate), una compañía energética (Solarpack), una minera (Berkeley Energía) y una de restauración (Amrest Holding). Por otro lado, se registraron siete exclusiones, seis del mercado continuo y una de corros¹². Entre las sociedades excluidas del mercado continuo, cuatro lo hicieron tras la liquidación de las correspondientes ofertas públicas de adquisición (Abertis, Saeta Yield, Funespaña y Sotogrande), otra como consecuencia de una fusión por absorción (Axiare Patrimonio, SOCIMI, que fue absorbida por Inmobiliaria Colonial, SOCIMI) y una más por acuerdo del Comité Ejecutivo de la CNMV (Reyal Urbis, que encontraba en liquidación tras un procedimiento concursal). Asimismo, Ronsa, S.A. fue excluida del mercado de corros de la Bolsa de Bilbao.

Número de sociedades cotizadas en las bolsas españolas¹

CUADRO 2.1.2

	Total bolsas	Mercado continuo			Corros	Segundo Mercado
		Total	Nacional	Extranjeras		
Admitidas a 31/12/17	150	134	127	7	12	4
Admitidas a 31/12/18	148	133	125	8	11	4
Altas en 2018	5	5	4	1	0	0
Nuevas admisiones	5	5	4	1	0	0
Altas por fusión	0	0	0	0	0	0
Cambio de mercado	0	0	0	0	0	0
Bajas en 2018	7	6	6	0	1	0
Exclusiones	6	5	5	0	1	0
Exclusiones por fusión	1	1	1	0	0	0
Cambio de mercado	0	0	0	0	0	0
Variación neta en 2018	-2	-1	-2	1	-1	0

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

La capitalización de las bolsas retrocedió algo más de un 15% en 2018, hasta alcanzar un valor de 592.662 millones de euros, su valor más bajo en los últimos 5 años. Este retroceso vino motivado fundamentalmente por la caída del valor de las compañías¹³, pero también afectó el hecho de que el valor de las compañías excluidas de la bolsa fuera mayor que el de las nuevas sociedades incorporadas a cotización y de que el importe de los recursos captados mediante ampliaciones de capital fuera el menor de los últimos cinco años.

10 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.

11 Metrovacesa volvió al mercado en febrero de 2018, tras dejar de cotizar en enero de 2013 debido a una opa de exclusión.

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

13 Los índices más representativos de los mercados españoles, el Ibex 35 y el IGMB, retrocedieron en 2018 un 15%.

Importes en millones de euros

	2015	2016	2017	2018	% var. 18/ 17
Total bolsas	626.700,2	630.995,3	701.029,6	592.662,6	-15,5
Mercado continuo	625.639,3	629.589,7	699.691,2	591.166,2	-15,5
Nacionales	624.640,4	628.080,6	697.909,0	590.057,8	-15,5
Extranjeras ²	998,9	1.509,1	1.782,3	1.108,4	-37,8
Corros ³	1.040,3	1.291,6	1.288,5	1.459,1	13,2
Madrid	296,9	289,9	165,9	219,4	32,3
Barcelona	887,7	1.136,6	1.134,3	1.318,4	16,2
Bilbao	943,3	54,0	54,0	56,5	4,5
Valencia	150,1	349,2	211,3	257,0	21,6
Segundo Mercado	20,6	114,1	49,9	37,4	-25,2

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 en el total para todos los mercados.

El comportamiento de la cotización de los sectores representados en la bolsa española fue desfavorable en la mayoría de los casos, aunque los retrocesos no fueron homogéneos por sectores ni tampoco por valores. Las mayores caídas correspondieron a los bancos, a las compañías de los sectores del transporte y las comunicaciones, y a las empresas del sector textil, la minería y las metálicas básicas. La repercusión de estos retrocesos en el índice general depende de forma notable de las ponderaciones de estos sectores, que en el caso español presentan diferencias significativas, destacando el sector financiero (véanse cuadro 2.1.4 y anexos I.5 y I.7). Los mayores descensos en términos de capitalización correspondieron a los bancos y, en menor medida, a las compañías del sector del transporte y las comunicaciones, que tras la liquidación de la oferta pública de adquisición sobre Abertis perdió a uno de sus principales miembros, lo que unido a la caída de las cotizaciones bursátiles, redujo de forma apreciable la capitalización de este sector. También destacó la evolución negativa, por segundo año consecutivo, de la principal compañía del sector textil al acusar las dudas acerca de su modelo de negocio, en un contexto de rápida expansión de los competidores en el comercio electrónico.

Las alzas, que en promedio fueron de una cuantía inferior a las caídas, se concentraron en las compañías del sector energético (eléctricas), que a su vez fue el sector que experimentó un mayor incremento de capitalización. Además, también aumentó la capitalización de los sectores de la alimentación y las inmobiliarias, como consecuencia de la incorporación de sendas compañías de tamaño medio a cada uno ellos: una nueva compañía de restauración en el primer caso y una inmobiliaria en el segundo.

La concentración en el mercado siguió siendo elevada en términos de capitalización, aunque se observó algo más de dispersión que en el ejercicio anterior. Como consecuencia de esta mayor dispersión, en 2018 un total de 7 valores concentraron en torno a la mitad de la capitalización del mercado, frente a los 6 que eran necesarios en el ejercicio anterior, si bien volvió a repetirse el número de valores necesarios para alcanzar el 75% de esta —17 valores del Ibex 35—. Asimismo, como ha sucedido en los últimos ejercicios, el peso en la capitalización total de la bolsa española de los

5 valores españoles incluidos en el índice Eurostoxx 50 ha seguido reduciéndose hasta situarse en el 42%, su valor más bajo de los últimos años (44%, 47% y 55% en 2017, 2016 y 2015, respectivamente), lo que refleja el mayor crecimiento de las compañías de tamaño medio, frente a las grandes compañías tradicionales y los principales bancos.

Número de sociedades cotizadas y capitalización por sectores¹

CUADRO 2.1.4

Importes en millones de euros

Sector	2017	2018	2017	2018	% var. 18/17
Petróleo	1	1	22.521,5	21.505,7	-4,5
Energía	9	9	95.910,3	105.712,9	10,2
Minería y metálicas básicas	7	8	7.677,4	5.891,8	-23,3
Cementos y mat. construcción	3	3	3.157,7	3.060,5	-3,1
Químicas y farmacéuticas	8	8	19.362,0	18.774,1	-3,0
Textil y papeleras	10	10	94.443,0	73.879,3	-21,8
Metalmecánica	15	15	13.402,8	11.213,2	-16,3
Alimentación	13	14	7.353,5	8.708,8	18,4
Construcción	9	8	35.730,5	33.827,2	-5,3
Inmobiliarias y SOCIMI	20	19	16.023,6	17.197,6	7,3
Transportes y comunicaciones	8	7	111.801,3	83.934,6	-24,9
Otros no financieros	30	29	66.976,4	57.173,8	-14,6
Total sector no financiero	133	131	494.359,9	440.879,5	-10,8
Bancos	10	10	190.682,5	137.697,9	-27,8
Seguros	2	2	12.679,8	11.056,6	-12,8
Sociedades de cartera	5	5	3.307,4	3.028,7	-8,4
Total sector financiero	17	17	206.669,8	151.783,2	-26,6
Total	150	148	701.029,6	592.662,6	-15,5

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

2.1.3 Admisiones, emisiones y ofertas públicas de venta (OPV)

Las ampliaciones de capital realizadas durante 2018 fueron 80, 4 menos que en el ejercicio anterior, correspondientes a un total de 45 sociedades cotizadas en las bolsas españolas, el mismo número que en 2016 y 2017 (véanse anexos I.1 y I.2 para un mayor detalle). El descenso del número de operaciones de este tipo vino acompañado de una caída significativa de los recursos captados, que alcanzaron poco más de un tercio de los obtenidos en el año anterior, hasta situarse en 11.329 millones de euros.

El 65% del importe de las ampliaciones de capital registradas correspondió a operaciones con captación de recursos, frente al 87% del año anterior, mientras que el 35% restante correspondió a ampliaciones liberadas. El valor de las ampliaciones de capital con captación de recursos disminuyó significativamente, al pasar de los 25.786 millones de euros en 2017 a algo menos de 7.400 millones de euros en 2018. Este descenso tuvo su origen en las menores necesidades del sector financiero, que ha incrementado su base de capital y reforzado sus balances de modo

sostenido durante los últimos años, así como en la conclusión de la reestructuración de capital de las grandes compañías industriales que ha tenido lugar en los últimos ejercicios.

Dentro de las ampliaciones de capital con captación de recursos destacaron por su cuantía, al igual que sucedió en 2017, las de contrapartida no monetaria, aunque su importe disminuyó de modo significativo respecto al año anterior. Por el contrario, las colocaciones aceleradas crecieron hasta alcanzar casi 2.000 millones de euros (822 millones en 2017), destacando la colocación de Amrest Holding por un importe de 1.910 millones de euros, que a su vez se incorporó al mercado continuo bajo la modalidad de *listing*. El volumen del resto de las operaciones con captación efectiva de recursos fue reducido: incluso las operaciones tradicionales con derecho de suscripción preferente apenas alcanzaron 900 millones de euros, el volumen más bajo de los últimos ejercicios.

Dentro de las ampliaciones de capital liberadas, 15 estuvieron asociadas a operaciones de dividendo elección (*scrip dividend*) —es decir, 2 más que en el ejercicio anterior— y su importe experimentó un leve aumento (3,5%) después de 3 años de caídas consecutivas (véase cuadro 2.1.5). Este ligero incremento, tanto en número de operaciones como en volumen, podría suponer un cambio de tendencia en la política de dividendos seguida por algunas compañías en los últimos años, en los que habían optado por cancelar este formato o reducir su cuantía en beneficio de la política tradicional de remuneración en efectivo. Ante un escenario de menores perspectivas de crecimiento, es posible que las compañías estén optando por reducir de nuevo la remuneración en efectivo en beneficio del pago en acciones con el objetivo de retener en el balance mayores recursos financieros de cara al futuro.

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta¹

CUADRO 2.1.5

Importes en millones de euros

	2015	2016	2017	2018	% var. 18/17
Ampliaciones de capital con captación de recursos	19.106,1	13.846,7	25.786,2	7.389,8	-71,3
Con derecho de suscripción preferente	7.932,6	6.513,3	7.831,4	888,4	-88,7
Sin derecho de suscripción preferente (OPS) ²	0,0	807,6	956,2	200,1	-79,1
Colocaciones aceleradas	8.092,3	0,0	821,8	1.999,1	143,3
Ampliación contrapartida no monetaria ³	365,2	1.791,7	8.469,3	2.999,7	-64,6
Ampliaciones de capital por conversión	1.868,7	2.343,9	1.648,8	388,7	-76,4
Otras	847,4	2.390,2	6.058,8	913,8	-84,9
Ampliaciones de capital liberadas	9.627,8	5.898,3	3.807,3	3.939,7	3,5
De las cuales dividendo elección	9.627,8	5.898,3	3.807,3	3.915,2	2,8
Total ampliaciones de capital	28.733,9	19.745,1	29.593,6	11.329,5	-61,7
Ofertas públicas de venta (OPV)	8.331,6	500,6	2.944,5	733,7	-75,1

Fuente: CNMV. (1) No incluye datos del MAB, ETF ni Latibex. (2) Ofertas públicas de suscripción. (3) Las ampliaciones de capital de contrapartida no monetaria se han contabilizado por su valor de mercado.

A pesar de la evolución positiva de la economía y el interés de varias compañías por salir a cotizar a lo largo del año, el mal comportamiento de los mercados de valores provocó la cancelación o el retraso de estos planes. Entre ellas destaca la cancelación de la operación de la segunda compañía petrolera del país (Cepsa), cuyo folleto llegó

a ser registrado en la CNMV. Las ofertas públicas de valores (OPV) se redujeron a una única operación de una compañía inmobiliaria (Metrovacesa), por un importe algo superior a los 700 millones de euros, apenas la cuarta parte de los casi 3.000 millones de euros captados en las 7 OPV que se produjeron en 2017. La única oferta de 2018 tuvo lugar en el mercado continuo, donde además se produjeron las salidas a bolsa mediante oferta pública de suscripción de valores (OPS) de una SOCIMI y una compañía energética.

2.1.4 Negociación

Negociación al contado

La contratación de valores españoles admitidos a negociación en las bolsas españolas apenas presentó cambios en 2018, al situarse en 931.019 millones de euros (933.416 millones en 2017). La negociación de esos valores ha mostrado una tendencia descendente desde hace varios años, que se vio interrumpida transitoriamente en 2017, pero que se reanudó en 2018. Por otra parte, la negociación que se realiza en los mercados españoles continuó descendiendo. Esta tendencia se originó a partir de la implantación de la Directiva MiFID I¹⁴ y ha seguido consolidándose con la Directiva MiFID II y el Reglamento MiFIR¹⁵. Esta normativa, que permite la negociación de valores en centros de negociación distintos a los mercados regulados de origen, ha dado lugar a un proceso de fragmentación caracterizado por el desplazamiento de parte de la negociación de valores a estos centros competidores¹⁶. La fragmentación se inició de forma más temprana en otros países europeos y, aunque España se unió a esta tendencia con posterioridad, las cuotas de mercado de los mercados competidores en la negociación de valores españoles ya se sitúa en niveles similares a los de otros países europeos.

Como se ha comentado anteriormente, la negociación de valores en las bolsas españolas experimentó una leve recuperación en 2017 que se mantuvo en los primeros meses de 2018. Esta tendencia se revirtió en la segunda mitad del año, como consecuencia de la intensificación de la competencia de otros centros de negociación. Así, en el conjunto del ejercicio el importe negociado en las bolsas españolas retrocedió un 8,5%, hasta situarse en 579.810 millones de euros. Este importe sigue representando la mayor parte de la negociación y, en términos relativos, se correspondía con algo más del 62% del total (frente al 68% en 2017 y al 72% en 2016).

En paralelo, el importe negociado por los centros de negociación competidores de BME creció un 17,2%, hasta superar los 350.797 millones de euros en 2018 (véase cuadro 2.1.6). Su cuota de mercado se situaba cerca del 40% de la negociación total de los valores españoles¹⁷, un porcentaje que prácticamente se ha doblado en apenas tres años. El aumento de la negociación en estos centros se produjo incluso en un entorno de baja

14 La Directiva MiFID I entró en vigor en 2007 y permitió la contratación de valores en mercados regulados y SMN europeos distintos de los mercados regulados de origen.

15 Se implantaron en 2017.

16 Este proceso de deslocalización de los mercados regulados tradicionales en beneficio de otros centros de contratación competidores se ha extendido a lo largo de Europa, afectando cada vez a un mayor número de mercados, incluidos los de menor tamaño. Una de las principales compañías operadoras de centros de contratación, Cboe Global Markets (Cboe), desarrolla esta actividad en un total de 15 mercados europeos, incluidos mercados de menor tamaño como Helsinki o Copenhague.

17 Cálculo realizado sobre la negociación sujeta a reglas de mercado (*lit* y *dark*).

volatilidad que no favorece algunas modalidades de negociación como la algorítmica y la de alta frecuencia¹⁸, que tradicionalmente se ejecutan en mayor medida en ellos.

Entre los centros de negociación competidores, volvió a destacar el mercado regulado Cboe Global Markets (Cboe) —que opera mediante dos libros de órdenes diferentes, Chi-X y BATS—, cuya contratación agregada creció hasta superar los 278.000 millones de euros, lo que representa casi el 80% de la cuota de mercado de estos centros de negociación alternativos y el 30% del total negociado sobre los valores españoles de renta variable admitidos a negociación en los mercados oficiales españoles. Cboe se consolida así como el principal competidor de BME, puesto que contrata casi el 50% del volumen negociado por este último, frente a poco más del 30% en el año 2017. Asimismo, Cboe ha cambiado la composición de la contratación entre sus dos libros de órdenes, de manera que el peso de Chi-X ha ido retrocediendo en beneficio de BATS, cuya contratación se ha multiplicado casi por cuatro en los últimos tres ejercicios. El resto de los competidores ha ido perdiendo peso paulatinamente, siendo significativo únicamente Turquoise, cuya cuota de mercado representa poco más del 12% de la negociación de los competidores de BME.

Efectivo negociado en renta variable española admitida a cotización en las bolsas españolas¹ CUADRO 2.1.6

Importes en millones de euros

	2014	2015	2016	2017	2018	% var. 18/17
Total	1.002.992,8	1.162.979,7	878.329,9	933.416,3	931.019,3	-0,26
Admitida en SIBE	1.002.095,8	1.161.222,9	877.408,4	932.763,1	930.607,1	-0,23
BME	849.934,5	925.978,7	634.914,5	633.385,7	579.810,4	-8,46
Chi-X	95.973,0	150.139,9	117.419,4	117.899,2	106.869,7	-9,36
Turquoise	28.497,5	35.680,5	51.051,8	44.720,1	42.883,4	-4,11
BATS	18.671,0	35.857,6	44.839,8	75.411,6	171.491,3	127,41
Otros ²	9.019,8	13.566,2	29.182,9	61.346,5	29.552,2	-51,83
Corros	92,5	246,1	7,9	8,1	8,2	1,50
Segundo Mercado	0,7	13,8	3,2	0,7	0,8	8,56
ETF³	803,9	1.496,8	910,4	644,5	403,2	-37,44

Fuente: Bloomberg y CNMV. (1) Incluye la negociación sujeta a reglas de mercado o SMN (*lit más dark*) de 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 y SMN, así como la contratación OTC. (3) Únicamente ETF con ISIN español.

En los principales mercados regulados europeos considerados en su conjunto¹⁹ la fragmentación de la negociación en 2018 fue muy similar al caso español, aunque en alguno de ellos se produjo una pequeña reversión de esta tendencia y mostraron una cierta recuperación de la cuota del mercado regulado hasta niveles superiores al 60%. En términos agregados, en torno al 40% de la negociación de la renta variable europea se mantiene fuera del mercado regulado de origen. Por otro lado, a pesar de que uno de

18 Denominada *High Frequency Trading* (HFT).

19 Incluidas las principales bolsas de la zona del euro y el mercado de valores de Londres.

los objetivos básicos del marco regulador establecido por la Directiva MiFID II y el Reglamento MiFIR era incrementar los niveles de transparencia en el mercado y re-conducir la negociación OTC hacia entornos regulados, la negociación reportada (incluida la internalización sistemática) habría descendido de forma muy leve, hasta situarse por debajo del 40% de la negociación total, lo que pone de manifiesto las reticencias de los operadores a incrementar la transparencia de sus operaciones y reorientar la negociación OTC hacia entornos sujetos a mayor transparencia.

Contratación en los mercados oficiales operados por BME

La contratación de renta variable en los mercados operados por BME se concentró en el SIBE (véase cuadro 2.1.7) —conocido como mercado continuo—, con una reducción de la contratación en el mercado de corros y en el segundo mercado hasta valores testimoniales. Por su parte, la contratación agregada de los dos SMN operados por BME —MAB y Latibex— apenas alcanzó el 1% de lo negociado en el SIBE. Así, el importe negociado en el SIBE retrocedió un 9%, hasta situarse en algo más de 586.000 millones²⁰, a la vez que el número de operaciones disminuyó un 13,2%, hasta algo más de 44 millones. El número de operaciones acumula 4 años consecutivos de descensos y es consecuencia tanto de la mayor competencia de otros centros de negociación como del descenso de la volatilidad en el mercado, que desincentiva la actividad y el número de operaciones de alta frecuencia. A pesar de la caída del número de operaciones totales, el descenso del número de operaciones de alta frecuencia favoreció que el efectivo medio por operación aumentase hasta 13.284 euros, un 4% más que en el ejercicio anterior, con 2 años consecutivos de alzas²¹.

Contratación de renta variable en los mercados operados por BME

CUADRO 2.1.7

Importes en millones de euros

	2015	2016	2017	2018	% var. 18/17
Total	957.990,7	652.226,2	649.883,3	590.852,6	-9,1
 Mercados oficiales	951.290,3	647.003,2	644.766,7	586.364,1	-9,1
SIBE	951.030,4	646.992,6	644.757,8	586.355,1	-9,1
del que ETF	12.633,8	6.045,2	4.464,1	3.027,6	-32,2
Corros	246,1	7,5	8,1	8,2	0,9
Madrid	19,4	3,2	1,8	0,8	-57,4
Bilbao	7,5	0,0	0,1	0,0	-24,3
Barcelona	219,1	4,2	6,3	7,4	17,4
Valencia	0,1	0,0	0,0	0,0	21,0
Segundo Mercado	13,8	3,2	0,7	0,8	8,6
MAB	6.441,7	5.066,2	4.985,8	4.336,9	-13,0
Latibex	258,7	156,7	130,8	151,6	15,9

Fuente: CNMV.

20 En esta cifra se incluye la contratación de fondos de inversión cotizados (ETF, por sus siglas en inglés), que ascendió a 3.027 millones.

21 La negociación algorítmica se caracteriza por un número elevado de órdenes habitualmente de pequeño volumen, lo que conlleva una reducción del tamaño medio de las operaciones.

Por su parte, el número de órdenes retrocedió un 3,1% respecto a 2017, hasta situarse en 409,7 millones, su valor más bajo desde 2014²². La ratio órdenes/operaciones aumentó hasta 9,26 veces (8,3 en 2017), pero a su vez también lo hizo el importe contratado por operación; esto confirma el descenso de la negociación algorítmica y la de alta frecuencia porque muchas órdenes no llegaron a ejecutarse o se cancelaron como consecuencia del escenario de baja volatilidad en los mercados²³.

En cuanto a las modalidades de contratación en el mercado continuo, el cuadro 2.1.8 refleja el descenso de la negociación de todas las modalidades «en sesión», con caídas superiores al 10% en las dos más importantes: los importes contratados mediante órdenes (52% del total) y los contratados en bloques (35%). En términos de volumen contratado, la operativa de órdenes disminuyó cerca de 36.000 millones de euros, mientras que la de bloques lo hizo en casi 28.000 millones. Sobre esta última modalidad (bloques), los mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación y centros de negociación competidores de BME concentran gran parte de su contratación. Por otra parte, el volumen atribuido a otras modalidades de contratación creció un 53% gracias al elevado volumen de negociación correspondiente a la liquidación de la opa sobre Abertis.

Contratación en BME según modalidades en el mercado continuo¹

CUADRO 2.1.8

Importes en millones de euros

	2014	2015	2016	2017	2018	% var. 18/17
En sesión	831.962,6	903.397,2	618.600,9	619.108,6	552.716,8	-10,7
Órdenes	453.294,9	475.210,0	350.783,5	335.917,3	300.107,8	-10,7
Aplicaciones	73.056,8	96.187,7	68.631,6	51.316,0	48.644,1	-5,2
Bloques	305.610,8	331.999,5	199.185,8	231.875,3	203.965,0	-12,0
Fuera de hora	7.568,9	3.137,9	2.196,1	2.373,8	1.667,3	-29,8
Otras modalidades	24.912,5	31.861,5	20.150,4	18.811,3	28.833,5	53,3

Fuente: CNMV. (1) No incluye datos para Latibex, MAB ni ETF.

La contratación bursátil se mantuvo concentrada en un número pequeño de valores. En 2018 fueron necesarios 6 y 14 valores para acumular el 50% y el 75%, respectivamente, del importe efectivo contratado en el SIBE (5 y 16 valores en 2017). Los valores más contratados fueron los mismos que en los dos últimos ejercicios —Banco Santander, BBVA, Telefónica, Inditex e Iberdrola—, todos ellos componentes tanto del índice español Ibex 35 como del europeo EuroStoxx 50 (véanse anexos I.6 y I.8 para un mayor detalle sobre la contratación y su distribución).

Posiciones cortas

La información recibida por la CNMV sobre las ventas de valores en corto muestra que su posición agregada aumentó ligeramente durante 2018, hasta situarse al cierre del año en el 0,84% de la capitalización total de los valores del mercado continuo, por

22 En 2015, 2016 y 2017 alcanzaron 645, 611 y 422 millones de órdenes, respectivamente.

23 La negociación de alta frecuencia se caracteriza por un número muy elevado de operaciones de compra-venta de valores con una vida media muy corta (inferior a una sesión) con el objetivo de obtener beneficio de pequeñas variaciones en los precios de un valor. Este tipo de negociación se ve favorecida por escenarios de mayor volatilidad en los mercados.

encima del 0,7% de 2017. A finales del año, 5 y 12 valores presentaban unas posiciones cortas del 5% y el 2% de su capitalización individual, respectivamente, frente a los 5 y 16 valores que se encontraban en la misma situación en 2017. Entre las mayores posiciones cortas por valores individuales se mantenían tres compañías de los sectores de la distribución, las telecomunicaciones y la ingeniería, que ya encabezaban esta lista el ejercicio anterior. Asimismo, destacaban las posiciones cortas en otros valores de los sectores de la construcción, las inmobiliarias, los medios de comunicación y la banca.

Posiciones cortas

CUADRO 2.1.9

	% posiciones cortas s/capitalización ¹	N.º sociedades con posiciones cortas > 2% ²	N.º sociedades con posiciones cortas > 5% ²
2014	0,57	14	2
2015	0,86	20	7
2016	0,97	18	6
2017	0,70	16	5
2018	0,84	12	5

Fuente: CNMV. (1) El dato de posiciones cortas netas agregadas incluye la suma, al cierre de cada uno de los años de referencia, de las posiciones individuales declaradas (iguales o superiores al 0,5%) más el total de las posiciones iguales o superiores al 0,2% e inferiores al 0,5% para todos los valores incluidos en el SIBE. (2) Número de sociedades cuyas posiciones cortas netas agregadas al cierre de cada uno de los ejercicios eran superiores al 2% y 5%, respectivamente, de su capital (incluye la suma de las posiciones individuales declaradas—iguales o superiores al 0,5%— más el total de las posiciones iguales o superiores al 0,2% e inferiores al 0,5%).

La información recogida en esta sección sobre posiciones cortas agregadas procede de las comunicaciones efectuadas en cumplimiento de las reglas contenidas en el Reglamento 236/2012 y sus reglamentos delegados, que obligan a reportar las posiciones cortas en la medida que supongan al menos el 0,2% del capital social y que, por tanto, no incluyen las posiciones cortas que representan porcentajes inferiores.

La CNMV decidió dejar de publicar a partir de 2019 la información de posiciones cortas por valor y aplicar el mismo criterio que el resto de los reguladores europeos por diferentes razones. Por una parte, dicha publicación periódica era una particularidad del mercado español, lo cual confería un grado de asimetría con respecto a otros valores europeos objeto de supervisión por parte de las restantes autoridades competentes. Por otra parte, el hecho de que la normativa europea vigente sobre posiciones cortas obligue a aplicar los mismos umbrales porcentuales para su reporte, independientemente de la capitalización de la empresa, hace que la información de las posiciones cortas sobre empresas de baja capitalización pueda interpretarse indebidamente y dar lugar a una percepción de acumulación mayor de dichas posiciones respecto de las que corresponden a compañías de mayor tamaño, con la consiguiente generación de señales distorsionadas al mercado. Después de analizar la cuestión y de realizar el correspondiente proceso de consultas con el sector, la CNMV decidió dejar de publicar dichas posiciones quincenalmente.

2.1.5 Ofertas públicas de adquisición de valores (opas)

En 2018 se autorizaron 6 ofertas públicas de adquisición de valores con un importe potencial de 23.842 millones de euros (25.298 millones, si se suman las adquisiciones acordadas previamente), muy superior al registrado en años anteriores y el valor más alto de los últimos ejercicios (véase cuadro 2.1.10). La relación de las opas autorizadas durante el pasado año puede consultarse en el anexo I.9.

Por volumen, la mayor operación fue la oferta voluntaria de Hochtief AG sobre Abertis Infraestructuras, S.A. por un valor de 18.183 millones de euros, que representó más del 75% del importe total. Esta oferta compitió con la formulada inicialmente por Atlantia SpA, que había sido autorizada el año anterior. El proceso concluyó en 2018 con un acuerdo entre ambos oferentes.

Las otras operaciones consistieron en una oferta de exclusión de Funespaña, S.A. formulada por su accionista de control, Mapfre; una oferta obligatoria sobre NH Hotel Group, al adquirir el grupo tailandés Minor una participación superior al 30%; y otras tres ofertas de tipo voluntario para tomar el control y proceder posteriormente a promover la exclusión de las acciones por parte de Terp Spanish Holdco, S.L.U. sobre Saeta Yield, S.A., Alzette Investment, S.à R.L. sobre Hispania Activos Inmobiliarios SOCIMI, S.A., y DS Smith, Plc sobre Papeles y Cartones de Europa, S.A. (Europac).

Todas las ofertas se realizaron con pago en efectivo al precio definido como equitativo por la normativa aplicable y en todas, excepto la de NH Hotel Group, se justificó el precio mediante un informe de valoración. Asimismo, las cuatro ofertas voluntarias se formularon sujetas a determinadas condiciones admisibles en este tipo de operaciones, que se cumplieron en todos los casos.

Los resultados obtenidos en las ofertas de Saeta y Europac permitieron la realización de sendas operaciones de venta forzosa de la totalidad de los accionistas, al recibir ambas una aceptación igual o superior al 90% de las acciones comprendidas en las respectivas ofertas y alcanzar los oferentes el 90% o más del capital, lo que supuso la exclusión bursátil de las acciones.

Ofertas públicas de adquisición de valores

CUADRO 2.1.10

Importes en millones de euros

	2014	2015	2016	2017	2018
Autorizadas¹					
Número	7	9	5	5	6
Importe potencial	478	5.049	1.682	18.183	23.842
Importe potencial más acuerdos previos de adquisición ²	644	7.360	1.743	19.902	25.298
Realizadas³					
Número	7	8	5	4	6
Importe	216	4.394	853	1.309	19.582
Importe más acuerdos previos de adquisición ²	382	6.705	914	1.502	21.038

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.

2.1.6 Sistemas multilaterales de negociación de renta variable

Latibex

Los valores negociados en Latibex mostraron un comportamiento positivo la mayor parte de los trimestres del año, en un contexto de elevada volatilidad de los tipos de

cambio, pero de mantenimiento de los precios de las materias primas²⁴ y de precios del petróleo²⁵ relativamente elevados. Las economías latinoamericanas se vieron inmersas en un proceso de ralentización del crecimiento —en el que destacaron las dificultades de la economía argentina— pero en el segundo semestre mejoraron las expectativas, sobre todo para la economía brasileña²⁶. Esto último permitió un avance significativo de las cotizaciones en esos meses, pues las compañías brasileñas están ampliamente representadas en este mercado. Como ocurrió en el ejercicio anterior, la cotización de los índices Latibex estuvo lastrada por la depreciación del real brasileño, que se vio parcialmente compensada por la leve revalorización del peso mexicano²⁷. En este contexto, los dos índices representativos de valores latinoamericanos incluidos en este SMN —FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top— registraron ganancias del 10,3% y 14,8% en 2018, respectivamente, frente al 9% y 7,3% que avanzaron en 2017.

Cabe señalar que los valores negociados en Latibex²⁸ representan una parte muy reducida del número total de acciones admitidas a negociación para las distintas compañías en sus principales mercados de negociación en Latinoamérica. De hecho, el valor de mercado de las acciones admitidas a negociación en este SMN —que retrocedió un 4,5%, hasta alcanzar los 233,3 millones de euros— representa menos del 0,1% de la capitalización de las empresas allí negociadas. Como en ejercicios anteriores, la mayoría del saldo registrado en Iberclear correspondió a empresas brasileñas, aunque su peso se ha reducido hasta el 70% en beneficio de las compañías mexicanas, cuya importancia ha crecido hasta el 29%. El número total de empresas negociadas en este mercado fue de 19, una menos que el ejercicio anterior.

Al contrario de lo que sucedió con el valor de mercado de las compañías negociadas en Latibex, la contratación efectiva de estas creció un 15,8%, hasta alcanzar los 151,6 millones de euros, de los que casi el 65% correspondió a empresas brasileñas y el 35%, a compañías mexicanas. La contratación de valores de empresas peruanas alcanzó volúmenes testimoniales y apenas hubo operaciones sobre empresas argentinas.

Sociedades cotizadas en Latibex por países

CUADRO 2.1.11

Importes en millones de euros

País	N.º de empresas		Valores negociables a precio de mercado ¹			Contratación		
	2017	2018	2017	2018	% var. 18/17	2017	2018	% var. 18/17
Argentina	2	2	4,2	2,4	-43,4	0,2	0,0	-84,3
Brasil	10	10	194,2	155,4	-20,0	108,3	98,2	-9,3
México	7	6	34,9	64,8	86,0	0,0	53,1	142,4
Perú	1	1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	-35,2
Total	20	19	233,3	222,7	-4,5	130,8	151,6	15,8

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

24 El índice CRB de precios de materias primas industriales en euros disminuyó un 2% en 2018 (-8,5% en 2017).

25 Los precios del petróleo aumentaron desde un promedio de 54,75 dólares por barril en 2017 a 71,67 dólares en 2018.

26 El FMI espera que su crecimiento alcance el 1,3% en 2018 (1,1% en 2017), pero ha mejorado sus perspectivas hasta el 2,5% en 2019.

27 En 2018, el real brasileño se depreció un 11,2% respecto al euro, mientras que el peso mexicano se apreció un 4,2%.

28 Estos valores han de estar previamente registrados en Iberclear.

Los diferentes segmentos negociados en el sistema multilateral de negociación MAB volvieron a tener un comportamiento similar al del ejercicio anterior, con un mantenimiento del número de empresas en expansión, un crecimiento destacado en el número de SOCIMI y un ligero descenso en el número de SICAV.

Sociedades cotizadas en el MAB por segmento

CUADRO 2.1.12

Importes en millones de euros

	N.º de empresas		Capitalización ¹			Contratación		
	2017	2018	2017	2018	% var.	2017	2018	% var.
					18/17			18/17
Empresas en expansión	41	41	1.734,7	1.318,2	-23,4	294,2	157,1	-46,6
SICAV	2.864	2.722	33.702,3	27.720,1	-17,7	4.566,5	3.973,9	-13,0
Sociedades de inversión libre	14	15	448,7	458,9	2,3	55,5	15,4	-72,2
SOCIMI	46	64	7.919,0	10.513,4	32,8	69,6	69,9	0,4
Total	2.965	2.842	43.804,8	40.020,7	-8,6	4.985,8	4.216,3	-15,4

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

Las SOCIMI acumulan 4 años consecutivos de fuerte crecimiento apoyadas en una legislación fiscal específica, hasta sumar 64 sociedades, lo que confirma la recuperación que vive el mercado inmobiliario. En 2018 se incorporaron a los mercados españoles un total de 19 SOCIMI, de las que 18 lo hicieron en el MAB. Las SOCIMI son la adaptación española a la figura de los vehículos de inversiones inmobiliarias (REIT) existentes en otros países²⁹. Se caracterizan por tener un régimen fiscal que las exime de pagar el impuesto sobre sociedades y por gozar de una bonificación del 95% en el impuesto de transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados. Como contrapartida tienen la obligación de distribuir como mínimo el 80% de los beneficios obtenidos por las rentas de los alquileres y el 50% de los generados por la venta de activos. Su actividad se centra en el desarrollo, la rehabilitación y la explotación de inmuebles en alquiler, la tenencia de participaciones en otras SOCIMI y el desarrollo de actividades inmobiliarias accesorias. Asimismo, deben contar con un capital mínimo de 5 millones de euros, ya sea por aportación dineraria o no dineraria, y cotizar en un mercado regulado o sistema multilateral de negociación como el MAB. Este tipo de sociedades permite a los inversores diversificar su inversión y acceder a una cartera de activos inmobiliarios con mayor facilidad y liquidez que en el caso de la inversión directa en activos inmobiliarios.

En el segmento de las empresas en expansión, el número de sociedades cotizadas se mantuvo sin cambios en 41 porque, aunque se incorporaron 3 empresas al mercado —Robot, Tier1 Technology y Alquiber—, otras 3 fueron excluidas —Gowex, Vousse Corp y Carbures—. Esta última se fusionó con Inypsa para dar lugar a una nueva compañía denominada Airtificial que cotiza en el mercado continuo. El importe contratado en este segmento retrocedió casi un 47%, hasta

29 Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario.

los 157 millones de euros, mientras que su capitalización cayó un 23%, hasta situarse en 1.318 millones de euros, su nivel más bajo desde el año 2013, y que se explica en gran medida por la exclusión de la compañía Carbures. Asimismo, las empresas cotizadas en este segmento efectuaron 11 operaciones de ampliación de capital³⁰ por un importe agregado de 115 millones de euros, 26 millones más que en el ejercicio anterior.

Por último, el número SICAV cayó de nuevo en 2018, al darse de baja 142, lo que situó su número en 2.722 y su capitalización se redujo en casi 6.000 millones. Esta disminución de la capitalización de las SICAV se explica tanto por las bajas de entidades como por la evolución desfavorable de los mercados en 2018.

Por otro lado, BME y la asociación de inversores Big Ban Angels pusieron en marcha a finales de 2016 una iniciativa conjunta denominada Entorno Pre-Mercado (EpM), para que las compañías con gran potencial de crecimiento pudieran conocer el funcionamiento de los mercados bursátiles y acceder a nuevos inversores. El proyecto cuenta en la actualidad con 13 compañías en el segmento de las *start-ups*, pertenecientes a 11 sectores de actividad diferentes, que obtienen unos ingresos agregados de 70 millones de euros y representan una inversión privada comprometida de 25 millones de euros. Además, para las empresas más maduras se ha creado un segmento *growth* con programas de desarrollo específicos que les faciliten el acceso al MAB.

2.1.7 Fondos de inversión cotizados (ETF) en la bolsa española

La negociación de fondos cotizados (ETF) en el mercado español se inició en 2006 y llegó a alcanzar cerca de 70 referencias en 2011. Dicha negociación, no obstante, ha ido disminuyendo hasta casi desaparecer en 2018. Aunque se trata de un producto sencillo, transparente y con bajos costes de gestión, que permite, por su flexibilidad, diversificar las posiciones por tipo de activo, mercado, sector, área geográfica e incluso estrategia, su expansión en el mercado español ha estado penalizada por su diferente tratamiento fiscal frente a los fondos de inversión tradicionales (no cotizados). Además, los ETF cotizados en la bolsa española también han estado penalizados frente a los que se comercializaban en España y cotizaban en mercados internacionales, a los que se les podía aplicar el régimen de diferimiento fiscal de las plusvalías. En este sentido, la posición de la CNMV ha sido siempre la de homogeneizar el tratamiento fiscal con el fin de eliminar la desventaja competitiva que representaba la relativa penalización fiscal de los cotizados en la bolsa española en relación con los cotizados en el extranjero. Como consecuencia de estos factores, los ETF cotizados en los mercados españoles han perdido buena parte del interés tanto de los emisores como de las gestoras de fondos presentes en la bolsa española, que han decidido deslistar sus emisiones menos líquidas en beneficio de los ETF cotizados en otros mercados.

A este respecto, debe mencionarse que al cierre del ejercicio 2018 se estaba tramitando un proyecto de ley para homogeneizar el tratamiento fiscal de los ETF con independencia del mercado donde coticen, de modo que se extendiera a los ETF cotizados en el extranjero y a los comercializados en España el mismo régimen que existía ya para los cotizados en nuestro país.

En este contexto, los volúmenes de contratación de estos productos retrocedieron por tercer año consecutivo hasta alcanzar 3.025 millones de euros, un 32% menos que en 2017 y el volumen más bajo desde 2013, mientras que su patrimonio retrocedió hasta los 1.170 millones de euros al cierre de 2018, un 37% menos. La contratación se concentró aún más en un número reducido de fondos —los ligados a la evolución del Ibex 35 acumulan más del 95% del total negociado—, de los que un único fondo representaba más de la mitad. Así, al cierre del ejercicio se negociaban 6 ETF en las bolsas españolas gestionados por dos entidades financieras (en 2015 se negociaban más de 55 ETF diferentes), 2 menos que en 2017. Las entidades han continuado deslistando las emisiones menos líquidas y una entidad alemana abandonó esta actividad. En la actualidad, de las 6 emisiones negociadas 4 corresponden a una entidad francesa y 2 a una española, cuyas referencias están vinculadas a la evolución de los índices bursátiles Ibex 35 y Eurostoxx 50.

Entre los fondos negociados, la mitad siguen estrategias de gestión pasiva ligadas a estos últimos índices, pero el resto son fondos inversos y apalancados sobre el índice español, que concentran casi un tercio del importe negociado en el segmento.

En todo caso, merece la pena señalar la anomalía presente en el mercado español respecto de la baja inversión en este tipo de productos que, por ejemplo, en el resto de Europa implica una inversión de aproximadamente 630.000 millones de euros.

2.2 Renta fija

En 2018, la actividad en los mercados primarios de renta fija por parte de los emisores españoles se vio respaldada por el entorno de tipos de interés reducidos, pero también fueron relevantes otros factores en sentido contrario, como la evolución de las necesidades de financiación en el ejercicio o la existencia de fuentes de financiación alternativas. En conjunto, tanto las emisiones brutas agregadas como las netas fueron inferiores a las de 2017, aunque dieron lugar a un aumento del 2% del saldo de deuda en circulación (muy parecido al de la zona del euro, aunque con diferencias significativas entre sectores).

Las emisiones brutas totales experimentaron un descenso cercano al 5% en 2018, al que contribuyeron tanto las menores emisiones de las Administraciones públicas —en paralelo con la disminución de las necesidades de financiación derivada de la reducción paulatina del déficit público— como el retroceso de las emisiones de las instituciones financieras, que siguieron encontrando en la financiación del Eurosistema una opción alternativa atractiva. En cambio, las emisiones de deuda de las sociedades no financieras registraron avances considerables, pues el nivel reducido de los tipos de interés y la expectativa de su incremento a corto plazo incentivaron la financiación de estas entidades en los mercados de capitales.

En 2018 los emisores españoles siguieron registrando menos emisiones de renta fija privada en la CNMV e incrementando las efectuadas en el exterior. Estas últimas alcanzaron un importe que fue cercano al 90% del volumen total registrado en la CNMV, con un incremento sustancial en la modalidad de pagarés, que superó los 50.000 millones. También destacó el aumento de las emisiones de renta fija realizadas en el exterior por parte de filiales extranjeras de empresas españolas y, dentro de ellas, las efectuadas por las instituciones financieras. Se trata de filiales extranjeras de entidades españolas, por lo que sus emisiones no computan como renta fija

privada española, pero que podrían suponer una fuente alternativa de financiación para las sociedades matrices españolas.

La negociación de los activos de deuda en 2018 se enmarca en el nuevo contexto derivado de la entrada en vigor de MiFID II y MiFIR el 3 de enero, que introdujo una mayor competencia al permitir la negociación de estos activos en los mercados regulados, los sistemas multilaterales de negociación (SMN), los sistemas organizados de contratación (SOC) y los internalizadores sistemáticos (IS). Desde el punto de vista de los centros de negociación españoles, cabe destacar el descenso de la negociación de deuda privada en el mercado regulado AIAF, que se explica tanto por el aumento de la competencia entre centros de negociación como por el cambio en lo que respecta a las obligaciones de canalización de las operaciones bilaterales que, en el nuevo entorno regulatorio, pueden canalizarse a través de IS o ser consideradas como OTC. En cuanto a los SOC españoles, cabe señalar el inicio de la actividad de dos sistemas: CIMD y CAPI.

2.2.1 Panorama general

El BCE mantuvo durante 2018 el tono expansivo en su política monetaria, aunque a finales de año comenzó a reducir el volumen de compras netas de activos, como primer paso del giro previsto en el tono de esta. Así, desde octubre este volumen de compras netas de activos pasó de 30.000 millones de euros mensuales a 15.000 millones hasta diciembre de 2018, mes en el que se confirmó la finalización del programa de compras. No obstante, el BCE anunció que mantendría un tono suficientemente acomodaticio de la política monetaria a lo largo de 2019, así como la reinversión de los activos de deuda en cartera que vayan venciendo. En relación con el proceso previsto de subidas de los tipos de interés, durante buena parte de 2018 el BCE se mostró a favor de realizar la primera al finalizar el verano de 2019. Sin embargo, la fuerte desaceleración del crecimiento en la zona del euro, que empezó a constatarse a finales de 2018, retrasó nuevamente la fecha de este movimiento, que no parece probable en todo 2019.

La confirmación de que el cambio de tendencia de la política monetaria del BCE sería lento y progresivo favoreció que los tipos de interés, tanto de la deuda pública como de la renta fija privada, cerraran 2018 en niveles similares a los de 2017 y próximos a sus mínimos históricos.

En 2018, tanto los volúmenes de emisiones brutas como netas de renta fija experimentaron caídas respecto a 2017, ejercicio en el que habían crecido notablemente. No obstante, las emisiones netas continuaron siendo positivas, hecho que contribuyó a un incremento moderado de la deuda viva. Durante 2018, los emisores españoles colocaron valores de renta fija en el mercado primario por un importe de 416.664 millones de euros, que excedió el de los vencimientos en 31.373 millones, por lo que se produjo un aumento del 2% de los valores en circulación, en línea con el que se observó en la zona del euro (2,1%). Sin embargo, mientras que en la zona del euro el principal contribuidor a este aumento fueron las instituciones financieras, en España las emisiones netas de estas fueron negativas (-14.428 millones de euros). El incremento del saldo vivo de renta fija se concentró principalmente en las Administraciones públicas, con un volumen de emisiones netas de 37.929 millones de euros. Las sociedades no financieras también contribuyeron al aumento del saldo vivo, aunque con un volumen mucho más moderado, con emisiones netas de 7.873 millones.

La menor actividad emisora de las instituciones financieras españolas en 2018 contrastó con el comportamiento de este tipo de entidades en el resto de la zona del euro, cuya actividad emisora propició un aumento del saldo de deuda en circulación del 2,8% (-2,3% en el caso de las instituciones financieras españolas). Una de las razones de esta diferencia podría encontrarse en el intenso recurso de las entidades de crédito españolas a las facilidades de financiación a tipos reducidos ofrecidas por el BCE. Al cierre de 2018, el saldo de la financiación concedida por el Eurosistema a las entidades de crédito españolas ascendía a 167.421 millones de euros, lo que supone el 23% del total de las operaciones del Eurosistema y una participación que casi triplica la cuota del Banco de España en el capital del BCE (8,34%), por lo que se deduce que las entidades españolas recurren en mayor proporción que otras europeas a este tipo de financiación. Esta circunstancia, junto con el descenso moderado del crédito concedido y la reducción de activos problemáticos de las entidades bancarias españolas podría explicar una menor necesidad de recurrir al mercado de deuda para obtener financiación.

Emisiones y saldos vivos: distribución por emisores

CUADRO 2.2.1

Importes nominales en millones de euros

	Importe ¹			Pro memoria: zona del euro	
	2017	2018	% var. 18/17	2018	% var. 18/17
Emisiones brutas²	437.872	416.664	-4,8	7.275.245	-1,4
Administraciones públicas	241.868	219.420	-9,3	2.308.559	-3,7
Instituciones financieras	180.229	176.356	-2,1	4.298.833	-0,9
Sociedades no financieras	15.774	20.888	32,4	667.854	3,6
Emisiones netas²	37.187	31.373	-15,6	274.415	32,1
Administraciones públicas	46.903	37.929	-19,1	111.599	-31,9
Instituciones financieras	-18.032	-14.428	20,0	120.374	535,4
Sociedades no financieras	8.315	7.873	-5,3	42.442	-40,7
Saldos vivos^{3, 4}	1.678.646	1.712.005	2,0	16.947.261	2,1
Administraciones públicas	989.023	1.026.951	3,8	8.117.355	1,4
Instituciones financieras	653.103	637.848	-2,3	7.546.161	2,8
Sociedades no financieras	36.521	47.206	29,3	1.283.745	2,3

Fuente: Banco de España, CNMV y BCE. Los datos de deuda de las AA. PP. de este cuadro no son directamente comparables con los de la deuda elaborada según el Protocolo de Déficit Excesivo, debido fundamentalmente a que esta última metodología excluye los valores en cartera mantenidos por las propias AA. PP. e incluye las operaciones de *swaps* de divisa. (1) Incluye las emisiones efectuadas dentro y fuera de España. (2) Para las emisiones en divisa 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 divisa 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 divisa, se considera el contravalor en euros aplicando el tipo de cambio del BCE al finalizar el 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.

También resulta llamativo el notable incremento de las emisiones brutas de las filiales en el extranjero de entidades financieras españolas, cuyo volumen se duplicó en 2018 y pasó de 19.459 a 41.966 millones de euros. En cierta medida, la financiación conseguida en el extranjero por estas filiales podría ser una fuente alternativa de financiación para la matriz española del grupo.

2.2.2 Deuda pública

La evolución de los tipos de interés de la deuda pública en 2018 vino marcada por las decisiones y expectativas relacionadas con la política monetaria del BCE, las mejoras de la calificación crediticia recibidas por parte de las principales agencias de *rating* y la presencia de algunas incertidumbres. En los primeros meses del año predominó el efecto derivado de la mejora de la calificación crediticia otorgada al Reino de España por parte de las cuatro agencias de *rating* consideradas por el Eurosistema, que se manifestó en un ligero descenso de la prima de riesgo y de la rentabilidad de la deuda pública. En cambio, durante la segunda mitad del ejercicio, la incertidumbre en torno a las finanzas públicas italianas y la posibilidad de que la política monetaria acomodaticia se revirtiese con mayor celeridad de la esperada provocó ciertos repuntes transitorios en la rentabilidad. Finalmente, el acercamiento de posiciones entre el Gobierno italiano y la Unión Europea respecto a las cuentas públicas de la economía transalpina y la confirmación de que la política monetaria acomodaticia del BCE se mantendría al menos hasta el segundo semestre de 2019³¹ favoreció que las rentabilidades de la deuda pública cerraran el año en niveles similares a los de 2017 en la mayoría de los plazos, al igual que la prima de riesgo de crédito soberano.

En este contexto, los tipos de interés de la deuda pública a corto plazo mantuvieron, por cuarto año consecutivo, valores negativos para todo el tramo de la curva y cerraron 2018 en niveles próximos a los mínimos históricos. De este modo, el rendimiento de las Letras del Tesoro a 3, 6 y 12 meses se situaba al cierre de diciembre (en promedio) en el mercado secundario en el -0,50%, el -0,41% y el -0,33%, respectivamente, en línea con el rendimiento mínimo anual del -0,40% que establecía el BCE en sus programas de compra de deuda (el tipo de la facilidad marginal de depósito). Por lo que se refiere a los plazos más largos, el rendimiento de la deuda pública a 3, 5 y 10 años se situaba en diciembre (en promedio) en el -0,04%, el 0,43% y el 1,43%, respectivamente, valores muy cercanos a los del cierre de 2017, con un leve aumento de los tipos a 5 años (12 p.b.), mientras que los tipos a 10 años cerraron en niveles casi idénticos a los de finales de 2017 (véase cuadro 2.2.2).

Tipos de interés de la deuda pública¹

CUADRO 2.2.2

%	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Letras del Tesoro				
3 meses	-0,15	-0,47	-0,62	-0,50
6 meses	-0,01	-0,34	-0,45	-0,41
12 meses	-0,02	-0,25	-0,42	-0,33
Deuda pública a medio y largo plazo				
3 años	0,24	0,04	-0,09	-0,04
5 años	0,72	0,35	0,31	0,43
10 años	1,73	1,44	1,46	1,43

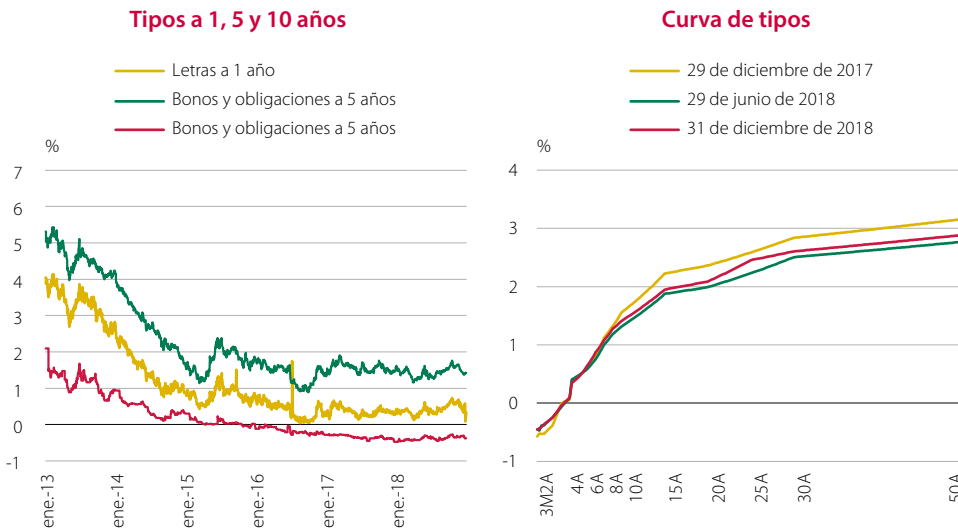
Fuente: Thomson Datastream. (1) Promedio mensual de datos diarios.

31 Su presidente reiteró a mediados de diciembre su compromiso de mantener los tipos en los niveles actuales (el 0%) hasta pasado el verano de 2019 y, en cualquier caso, cuanto tiempo sea necesario. A finales de diciembre de 2018, el BCE había adquirido deuda pública por importe de 2.171.277 millones de euros, de los cuales 260.820 millones correspondían a títulos españoles.

La curva de tipos de interés de la deuda pública española al cierre de 2018 era prácticamente idéntica a la del cierre de 2017 hasta los plazos de 8-10 años. Sin embargo, en los plazos posteriores, los tipos de interés a 31 de diciembre de 2018 se situaban ligeramente por debajo de los del cierre de 2017.

Rentabilidades de la deuda pública española

GRÁFICO 2.2.1

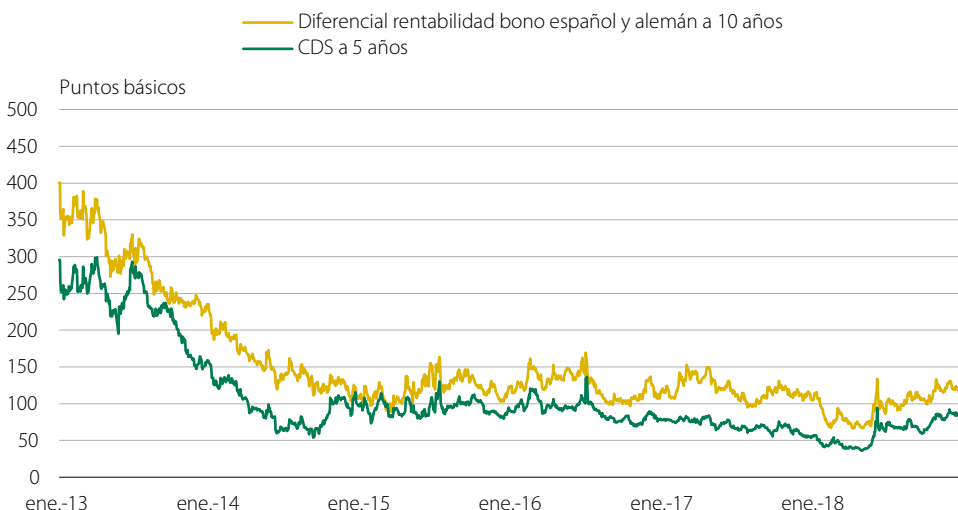


Fuente: Thomson Datastream y Bloomberg.

La prima de riesgo —medida a través de la diferencia entre la rentabilidad del bono soberano español y el alemán a 10 años— se situó en 118 p.b. al cierre de 2018, unos valores similares a los de finales de 2017 (114 p.b.), pero en la parte alta del rango entre el máximo anual de finales de mayo (134 p.b.) y el mínimo alcanzado en abril (66 p.b.). Por otro lado, la prima de riesgo evaluada utilizando el CDS del bono soberano español —cuyo mercado es menos líquido que el del bono alemán— mostró alzas más significativas en su valor y alcanzó al cierre de 2018 los 80 p.b., frente a los 57 p.b. de finales de 2017 (véase gráfico 2.2.2).

Prima de riesgo de emisores españoles: sector público

GRÁFICO 2.2.2



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

2.2.2.1 Mercado primario

El volumen de emisiones brutas registradas por las AA. PP. se situó en 2018 en 219.420 millones de euros, un 9,3% por debajo de las del año anterior. El desglose por tipo de emisor revela que la Administración General del Estado realizó el 98,3% de las emisiones (215.702 millones de euros), mientras que el importe emitido por las CC. AA. (3.718 millones de euros) representó un porcentaje muy reducido del total (1,7%). El Estado proporciona financiación tanto a las comunidades autónomas como a las entidades locales a través de distintos mecanismos, como el Fondo para la Financiación a las Comunidades Autónomas o el Fondo para la financiación de Entidades Locales, lo que explica la escasa necesidad de estas de recurrir a la financiación directa de los mercados.

Emisiones brutas de las Administraciones públicas

CUADRO 2.2.3

Importes nominales en millones de euros

	2015	2016	2017	2018	% var. 18/17
Estado	240.594	223.067	236.506	215.702	-8,8
Corto plazo	97.871	100.996	94.439	80.984	-14,2
Largo plazo	142.723	122.071	142.067	134.717	-5,2
Comunidades autónomas	4.046	4.866	5.305	3.718	-29,9
Corto plazo	424	482	532	458	-13,8
Largo plazo	3.621	4.384	4.774	3.260	-31,7
Corporaciones locales	0	0	56	0	-100,0
Corto plazo	0	0	0	0	-
Largo plazo	0	0	56	0	-
Total AA. PP.	244.639	227.933	241.868	219.420	-9,3

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Las emisiones netas totales de las Administraciones públicas ascendieron en 2018 a 37.929 millones de euros, una cifra un 19,1% inferior al volumen neto de 2017, año en el que habían experimentado un importante incremento. A pesar del descenso, contribuyeron a un aumento del 3,8% del saldo vivo de deuda en circulación. Las emisiones netas de la Administración General del Estado se situaron en 41.684 millones de euros, mientras que en el caso de las comunidades autónomas y las corporaciones locales dichas emisiones fueron negativas (-3.621 y -134 millones de euros, respectivamente), ya que el volumen amortizado fue superior al emitido.

Las emisiones netas de la Administración General del Estado en los plazos más largos alcanzaron los 50.077 millones de euros, mientras que en los tramos más cortos de deuda se amortizaron 8.440 millones de euros más de lo emitido. Ello permitió incrementar nuevamente la vida media de la deuda en circulación, que alcanzó un nivel máximo histórico de 7,45 años a finales de 2018. El alargamiento de la vida media pretende aprovechar el momento actual de tipos de interés en mínimos históricos para reducir el riesgo de refinanciación de la deuda y el grado de vulnerabilidad relacionado con la carga financiera, ante un eventual periodo de subidas de los tipos de interés.

2.2.2.2 Mercado secundario

Como resultado de los cambios introducidos por la incorporación a nuestro ordenamiento jurídico de la nueva normativa europea sobre mercados de valores (MiFID II y MiFIR), cuya entrada en vigor se produjo el 3 de enero de 2018, las nuevas emisiones del Tesoro español se admiten a negociación en AIAF, mercado regulado de renta fija. Estos cambios motivaron la suspensión, el 16 de abril de 2018, de la publicación del *Boletín del Mercado de Deuda Pública* por parte del Banco de España.

La deuda pública española se negocia en AIAF (mercado regulado), en SENAF (SMN), en CAPI OTF y en CIMD OTF (dos SOC españoles). El Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros (SENAF) es un sistema multilateral de negociación de deuda soberana española, gestionado por Bolsas y Mercados Españoles Renta Fija (BME RF), destinado a los creadores de mercado, para que puedan cumplir sus compromisos de liquidez.

AIAF es un mercado regulado de renta fija perfectamente adaptado a la normativa MiFID II, que en 2018 amplió el ámbito de actuación al admitir a cotización emisiones de deuda soberana de otros países como Alemania, Francia, Holanda, Bélgica, Austria, Portugal e Irlanda y las del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE).

En 2018 la negociación de deuda pública en AIAF se multiplicó en casi 500 veces, de modo que pasó de una cifra residual en 2017, 120 millones de euros en bonos y obligaciones y 4 millones de euros en letras a 56.121 y 24.767 millones de euros en bonos y letras respectivamente. Una de las razones que explica su aumento radica, como se ha comentado anteriormente, en el hecho de estar adaptado a la normativa MiFID II, cumpliendo con las obligaciones de transparencia pre y poscontratación impuestas por esta regulación. Por su parte, la contratación de deuda pública en SENAF fue algo inferior a la de AIAF en 2018.

En relación con los dos sistemas organizados de contratación españoles, CAPI OTF y CIMD OTF, autorizados por la CNMV en enero de 2018, cabe señalar que el volumen de deuda pública y privada nacional negociado en 2018 se situó en 92.000 millones de euros en el caso de CAPI OTF (35.301 millones en deuda extranjera) y en 257.662 millones en el caso de CIMD OTF (52.252 millones en deuda extranjera). En estos sistemas se pueden negociar instrumentos de deuda y también derivados (véase epígrafe 2.3.3).

Contratación total de instrumentos de renta fija en centros de negociación españoles. 2018

CUADRO 2.2.4

Centro	Tipo de deuda	Nominal (millones de euros)
AIAF		
	Corporativa	429
	Soberana	
	Nacional	80.899
	Extranjera	12.913
SENAF		
	Soberana	70.918
MARF		
	Corporativa	8
SOC¹		
CAPI	Corporativa y soberana	
	Nacional	92.000
	Extranjera	35.301
CIMD	Corporativa y soberana	
	Nacional	257.662
	Extranjera	52.252

Fuente: CNMV. (1) No se distingue la deuda soberana (la mayoría) de la deuda corporativa.

Respecto a la negociación de deuda pública española en otros centros de negociación extranjeros cabe destacar MTS Spain, que es una plataforma de negociación de deuda pública que depende de MTS Markets, entidad del grupo London Stock Exchange, autorizada como sistema multilateral de negociación por la FCA. El volumen de negociación de bonos y obligaciones del Tesoro Español en esta plataforma cayó un 17,4% durante 2018 (28.590 millones de euros), hasta representar el 1% del total, mientras que el de letras disminuyó un 62% (117.415 millones), lo que supone el 6,4% de la negociación de estos instrumentos.

Como se puede observar en el cuadro 2.2.5, el grueso de la negociación de deuda pública se registró en el apartado de otras plataformas y OTC. Este epígrafe recoge tanto los volúmenes negociados a través de SMN diferentes de los tres operadores de mercado reflejados en el cuadro (SENAF, MTS y EuroMTS) como lo negociado a través de otros SOC, IS y operaciones OTC.

El volumen de bonos y obligaciones del Estado y de Letras del Tesoro negociados en otras plataformas y operaciones OTC experimentó un notable aumento en 2018, que fue mucho mayor en el caso de los bonos y obligaciones. Este mayor crecimiento de la negociación de bonos y obligaciones en el mercado secundario estaría en línea con el experimentado en el mercado primario, en el que las emisiones netas de bonos y obligaciones fueron positivas, mientras que las de letras fueron negativas. También pueden haber influido otros factores como la evolución del rendimiento de ambos tipos de activos o efectos puramente estadísticos³².

32 Hasta 2017, los datos de negociación procedían del Banco de España, mientras que en 2018 los datos se obtienen de la Secretaría General de Tesoro, a partir de datos de Iberclear sobre la liquidación tanto de operaciones de titulares por cuenta propia como de operaciones por cuenta de terceros, por lo que las estadísticas pueden no ser totalmente comparables.

Contratación de deuda pública por plataformas de negociación

CUADRO 2.2.5

Los mercados de valores
y sus agentes
Mercados y emisores

Importes en millones de euros

	2015	2016	2017	2018	% var. 18/17
Bonos y obligaciones no segregados					
SENAF	15.039	14.580	37.818	26.242	-30,6
AIAF	233	112	120	56.121	46.738,8
MTS Spain	136.430	164.814	164.722	136.132	-17,4
EuroMTS	18.807	11.648	6.051	7.083	17,1
Otras plataformas y OTC	10.143.946	8.047.692	9.080.255	13.880.941	52,9
Total	10.314.455	8.238.845	9.288.965	14.106.518	51,9
Letras del Tesoro					
SENAF	48.121	100.883	70.905	44.676	-37,0
AIAF	30	8	4	24.767	596.114,3
MTS Spain	146.458	247.257	189.080	136.828	-27,6
EuroMTS	8.641	6.604	2.903	1.294	-55,4
Otras plataformas y OTC	1.702.494	1.710.623	1.504.502	1.975.475	31,3
Total	1.905.744	2.065.376	1.767.394	2.183.040	23,2

Fuente: Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional y BME RF.

2.2.3 Renta fija privada

De forma paralela a lo acontecido en la deuda pública, el rendimiento de los activos de renta fija privada a corto plazo cerró el año en niveles mínimos históricos y ligeramente inferiores a los de finales de 2017. Así, el rendimiento de los pagarés en el momento de su emisión alcanzaba en diciembre valores que oscilaban entre el 0,07% de la referencia a 12 meses y el 0,24% de la referencia a 3 meses. El hecho de que el tipo de interés medio de los pagarés a plazos más cortos sea más elevado que el de los plazos más largos se explica por el escaso número de referencias considerado en la media y la mayor calidad crediticia de los emisores que emiten en los plazos más largos.

Tipos de interés de la renta fija privada¹

CUADRO 2.2.6

%

	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Corto plazo (pagarés de empresa)²				
3 meses	0,31	0,18	0,39	0,24
6 meses	0,42	0,20	0,26	0,19
12 meses	0,53	0,15	0,19	0,07
Medio y largo plazo				
3 años	0,66	0,69	0,44	0,67
5 años	1,95	1,43	0,41	0,55
10 años	2,40	2,14	1,16	1,52

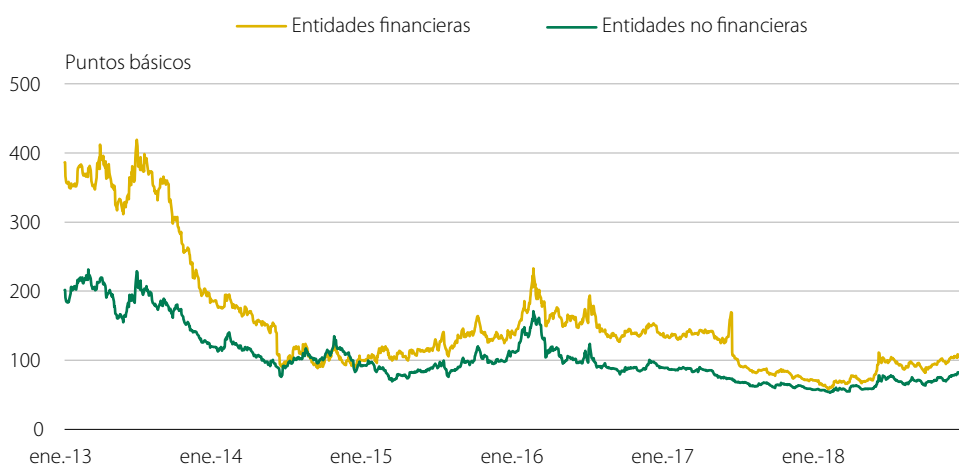
Fuente: Thomson Datastream y CNMV. (1) Promedio mensual de datos diarios. (2) Tipo de interés de emisión.

En los plazos más largos, los rendimientos de la deuda corporativa se vieron afectados por el impacto negativo de la finalización del programa de compras de deuda corporativa³³ del BCE, así como por el incremento de las primas de riesgo de esta deuda. Ambos factores, junto con la perspectiva de que la ralentización económica afectará a las tasas de crecimiento de los beneficios empresariales en un entorno de tipos en el que se esperaban subidas a medio y largo plazo, llevaron a que el rendimiento de la deuda corporativa se incrementase ligeramente en la mayor parte de los plazos de la curva. En los tres primeros trimestres de 2018, la renta fija corporativa a largo plazo presentó un diferencial negativo respecto a la deuda pública gracias al efecto positivo del programa de compras de este tipo de activos, tanto en los mercados primarios como secundarios. Sin embargo, su finalización revirtió esta tendencia a finales del año y situó de nuevo su rendimiento por encima del de la deuda pública en todos los tramos de la curva. Así, al cierre de 2018 las rentabilidades de la deuda privada a 3, 5 y 10 años eran del 0,67%, el 0,55% y el 1,52%, respectivamente, lo que implica una prima de riesgo respecto a la deuda pública de 71 p.b., 12 p.b. y 9 p.b., respectivamente, y un cierto aumento respecto al nivel de estas rentabilidades al cierre de 2017.

Las primas de riesgo de crédito de los emisores españoles obtenidas a partir de los CDS a 5 años mostraron una leve tendencia alcista en 2018, que fue algo más intensa en el caso de las entidades financieras, al verse más expuestas a algunas de las fuentes de incertidumbre presentes en 2018 (exposición a activos de deuda de Italia, economías emergentes con dificultades, incertidumbres regulatorias y fiscales...). A finales de año, la media de las primas de riesgo de estas entidades se situaba en 108 p.b. (70 p.b. en 2017), mientras que las de las sociedades no financieras lo hacía en 78 p.b. (58 p.b. en 2017).

Prima de riesgo de emisores españoles: sector privado¹

GRÁFICO 2.2.3



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. (1) Media simple de CDS a 5 años de una muestra de entidades.

2.2.3.1 Mercado primario

Las emisiones de deuda registradas en la CNMV en 2018 siguieron la tónica de descenso de los últimos años y marcaron el volumen más bajo de la década, al situarse en

33 El programa de compras de deuda corporativa acumulaba a mediados de febrero de 2019 un volumen de compras por importe de 178.188 millones de euros, de los cuales alrededor del 10% se correspondía con emisores españoles.

101.295 millones, un 7,5% menos que en 2017. Disminuyeron las emisiones de la mayoría de los activos de deuda, tanto a largo como a corto plazo. Entre los avances, destacó el de las emisiones de bonos y obligaciones a largo plazo, con un volumen de 35.836 millones de euros, de los que 29.751 millones fue efectuado por la SAREB³⁴. La deuda emitida por la SAREB, que supuso el 83% del total de los bonos y las obligaciones a largo plazo y casi un tercio del total de las emisiones de renta fija privada registradas en la CNMV, no se coloca en el mercado, sino que es suscrita íntegramente por sus socios.

Respecto al resto de categorías, destacó la caída de las emisiones de bonos de titulación de activos (-38%), que se situaron en 18.145 millones de euros. Esta caída se explica fundamentalmente por el fuerte descenso de las emisiones de bonos de titulación de préstamos hipotecarios, que pasaron de 14.885 a 683 millones de euros, y que no pudo compensarse con el aumento de las titulaciones de préstamos a pymes (de 3.750 a 10.442 millones de euros).

Como ha sucedido en los últimos años, el importe de los bonos de titulación suscritos por el propio emisor o cedente de los derechos fue muy elevado, un 71,8% frente al 82% del ejercicio anterior. Desde que se originó la crisis financiera, las entidades financieras han recurrido a esta modalidad de emisión de deuda con el fin de aportar estos activos como colateral ante el BCE y obtener financiación del Eurosistema. El resto de las emisiones de titulación —es decir, aquellas que efectivamente fueron al mercado— eran principalmente bonos de titulación de la deuda emitida para financiar el déficit eléctrico (2.682 millones de euros) y deuda para financiar la compra de automóviles. Los anexos I.17 y I.18 incorporan un mayor detalle sobre las emisiones de bonos de titulación registrados en la CNMV.

Emisiones brutas registradas en la CNMV: detalle por instrumentos

CUADRO 2.2.7

Importes nominales en millones de euros

	2014	2015	2016	2017	2018
A largo plazo	96.604	109.298	116.068	91.576	85.987
Bonos y obligaciones no convertibles	41.155	39.100	40.170	30.006	35.836
De deuda subordinada	1.000	500	512	1.550	500
Bonos y obligaciones convertibles	750	53	0	0	0
Cédulas hipotecarias	23.838	31.375	31.643	29.824	26.575
Cédulas territoriales	1.853	10.400	7.250	350	2.800
Bonos de titulación de activos (BTA)	29.008	28.370	35.505	29.415	18.145
Hipotecarios	17.310	9.458	19.621	14.885	683
Empresas (pymes)	8.750	14.124	7.500	4.850	10.442
Otros	2.948	4.788	8.384	9.680	7.020
Participaciones preferentes	0	0	0	1.000	2.850
Otras emisiones	0	0	1.500	981	0
A corto plazo²	33.654	27.310	22.960	17.911	15.089
Pagarés de empresa	33.654	27.310	22.960	17.911	15.089
De titulación de activos	620	2.420	1.880	1.800	240
Total	130.258	136.607	139.028	109.487	101.295

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

El volumen de emisiones de pagarés de empresa registrados en la CNMV y admitidos a negociación en AIAF también disminuyó en 2018, con lo que se prolonga la tendencia a la baja de los años más recientes. Estas emisiones se situaron en 15.089 millones de euros, lo que representa un descenso del 16% respecto a la cifra registrada en 2017. En paralelo, se observó un notable aumento de las emisiones de pagarés en el exterior por parte de los emisores españoles. En 2018, dichas emisiones alcanzaron los 50.933 millones de euros, cifra que duplicó con creces la del año anterior. El principal emisor español en el exterior fue el Instituto de Crédito Oficial, con un total emitido de 22.383 millones de euros, lo que representa un 44% de los pagarés emitidos en el exterior.

De forma paralela al incremento de las emisiones de pagarés en el exterior se produjo una caída importante de las emisiones de bonos y obligaciones a largo plazo, cuyo volumen emitido en el exterior disminuyó un 31,5% en comparación con el año anterior (34.175 millones de euros frente a 49.882 millones).

Por otra parte, las emisiones de filiales de empresas españolas en el resto del mundo incrementaron su volumen un 39%, hasta situarse en 90.178 millones de euros. Dentro de estas resulta llamativo el aumento de las emisiones por parte de las instituciones financieras, que duplicaron con creces su importe en 2018, al pasar de 19.459 a 41.966 millones de euros.

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

CUADRO 2.2.8

Importes nominales en millones de euros

	2014	2015	2016	2017	2018
A largo plazo	35.281	33.362	31.655	61.125	38.425
Participaciones preferentes	5.602	2.250	1.200	5.844	2.000
Obligaciones subordinadas	3.000	2.918	2.333	5.399	2.250
Bonos y obligaciones	26.679	28.194	28.122	49.882	34.175
Bonos de titulización	0	0	0	0	0
A corto plazo	21.441	32.984	26.932	23.646	50.933
Pagarés de empresa	21.441	32.984	26.932	23.646	50.933
De titulización de activos	0	0	0	0	0
Total	56.722	66.347	58.587	84.771	89.358
Pro memoria: emisiones brutas de filiales de empresas españolas residentes en el resto del mundo					
Instituciones financieras	10.201	14.875	11.427	19.459	41.966
Sociedades no financieras	31.969	40.411	45.247	45.361	48.212
Total	42.170	55.286	56.674	64.820	90.178

Fuente: Banco de España.

Resulta reseñable el importante incremento experimentado por el MARF. Diseñado en 2013 como un SMM, incorpora a los mercados de renta fija emisiones de empresas de tamaño más reducido, muchas de las cuales no tenían presencia en los mercados de capitales. Este mercado ha experimentado un crecimiento sostenido desde su creación, destacando el notable aumento de los pagarés admitidos a negociación durante 2018, cuyo nominal colocado creció un 60% frente al del 2017 y se situó en 5.759,6 millones de euros, lo que representa más de un tercio del volumen de las nuevas emisiones de pagarés admitidas a negociación en AIAF en 2018.

Importes nominales en millones de euros

	2015	2016	2017	2018
Bonos y obligaciones no convertibles	355,5	398,6	75,8	365,0
Bonos de titulización	0,0	1.782,5	242,5	234,1
Pagarés	431,7	23,5	3.651,6	5.759,6
Total	787,2	2.204,6	3.969,9	6.358,7

Fuente: CNMV.

2.2.3.2 Mercado secundario

Como en el caso de la negociación de deuda pública, la información relacionada con la contratación de renta fija privada se ha visto afectada por la entrada en vigor, el 3 de enero de 2018, de la normativa MiFID II, entre cuyos objetivos estaba el de atraer en mayor medida la negociación hacia entornos de contratación multilaterales sujetos a reglas de negociación organizada y transparente, en detrimento de la operativa bilateral OTC. Los sistemas multilaterales operan de acuerdo con tres posibilidades: mercados regulados, SMN y SOC. La operativa bilateral se puede canalizar a través de IS o bien tener carácter estrictamente OTC.

Este nuevo marco normativo ha fomentado un aumento de la competencia entre los distintos sistemas y centros de negociación que parece haber afectado negativamente la actividad en AIAF, el mercado regulado español. La negociación de renta fija privada en este mercado pasó de 66.775 millones en 2017 a 429 millones en 2018, como consecuencia no solo de este incremento de la competencia, sino también del cambio en la canalización de la operativa bilateral que, como se ha comentado, se realiza actualmente mediante IS o bien tiene estrictamente carácter OTC (ya no interviene AIAF). Como se ha comentado anteriormente, la CNMV autorizó dos SOC españoles en enero de 2018 (CAPI OTF y CIMD OTF), en los que también se empezó a negociar renta fija privada (véase cuadro 2.2.4).

Sin embargo, la contratación agregada de activos de deuda privada en los centros de negociación españoles representa una parte reducida de la negociación total de estos activos. Algunas estimaciones preliminares sugieren que la negociación más relevante sigue siendo OTC (con una cuota relativa aproximada del 45% de la contratación total), seguida de la efectuada en Bloomberg Multilateral Trading Facility. Este último, que es un SMN con sede en el Reino Unido, habría sido el SMN que mayor volumen de negociación concentró en 2018 (algo más del 30% del total). Otros dos SMN (Tradeweb y MarketAxees), domiciliados también en el Reino Unido, habrían realizado en conjunto algo más del 10% de la negociación de renta fija privada.

Contratación total de instrumentos de renta fija privada emitidos por sociedades españolas¹. 2018

CUADRO 2.2.10

Importes en millones de euros

	2018
Negociación bilateral (OTC)	93.198
Bloomberg (SMN)	64.418
Tradeweb (SMN)	17.804
MarketAxees (SMN)	5.716
Otros centros de negociación ²	26.238
Total	207.374

Fuente: CNMV. (1) Datos estimados a partir de la información contenida en el TR (Transaction Reporting Exchange Mechanism). (2) Este epígrafe recoge la suma de los volúmenes negociados en otros sistemas de negociación multilateral distintos de los identificados, bien sean mercados regulados (entre ellos, AIAF en el caso español), otros sistemas multilaterales de negociación (entre los que se encuentra el MARF), sistemas organizados de contratación (entre ellos CAPI OTF y CIMD OTF, registrados en España) y otros internalizados sistemáticos (entre estos últimos están autorizados en España Banco Santander y BBVA).

2.3 Mercados de productos derivados

La actividad de los mercados organizados españoles de productos derivados (MEFF Exchange, donde se negocian derivados financieros y contratos de energía eléctrica) experimentó un ligero retroceso, que contrastó con el crecimiento de estos mercados a nivel global. Además, tuvo lugar la creación de los dos primeros SOC en los que se negocian derivados, que se corresponden con una nueva figura de centro de negociación introducida por la normativa MiFID II. Por otro lado, como sucedió en los últimos ejercicios, tanto la actividad transaccional en el mercado secundario bursátil de *warrants* como el volumen de los emitidos en el mercado primario continuó retrocediendo respecto a los ejercicios anteriores.

El volumen de contratos de productos derivados negociados en los mercados financieros internacionales alcanzó un nuevo récord histórico en 2018, con un total de 30.280 millones de contratos (un 20,2% más, la mayor tasa de crecimiento desde 2010). Este avance se extendió a los dos segmentos existentes en el mercado, que alcanzaron en ambos casos su récord, con 17.150 millones de contratos (15,6%) para los futuros y 13.130 millones para las opciones (26,8%).

Por áreas geográficas, se produjo un incremento de la negociación en todas las grandes regiones, destacando el crecimiento del número de contratos registrados en las áreas de Asia-Pacífico (27,1%) y Latinoamérica (40,8%), aunque Asia-Pacífico y América del Norte siguieron siendo las regiones con mayor cuota de mercado (37% y 34,9%, respectivamente). En el caso de Europa, la negociación creció un 6,7%, hasta alcanzar un máximo histórico de 5.265 millones de contratos (de los que 4.165 millones correspondieron a futuros y 1.100 millones a opciones), lo que representa el 17,4% del mercado mundial. Entre los mercados europeos, destacaron por su tamaño Eurex e ICE Futures Europe, que presentaron los mayores volúmenes de contratos y tasas de crecimiento.

Miles de contratos

	2016	2017	2018	% var. 18/17
Eurex	1.727.460	1.675.898	1.951.763	16,5
ICE Futures Europe	973.858	1.166.947	1.276.090	9,4
Euronext	126.241	140.276	149.254	6,4
Nasdaq Exchange Nordic Markets	91.077	86.420	87.272	1,0
London Stock Exchange Group	54.065	42.538	46.105	8,6
MEFF	40.205	39.246	38.396	-2,2

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

2.3.1 MEFF Exchange

Derivados financieros

El número de contratos de derivados negociados en MEFF retrocedió en 2017 un 2,2% respecto al año anterior, pues la mejora de la actividad en los contratos sobre índices (1%) no fue suficiente para compensar la caída del número de contratos sobre acciones (-2,9%). Asimismo, a pesar de estar disponible en este mercado un contrato de futuros sobre el bono soberano español a 10 años, este no registró ninguna actividad —como ya había sucedido en el ejercicio 2017— debido a la competencia de un contrato similar sobre el mismo subyacente en el mercado alemán Eurex³⁵.

En el segmento de derivados financieros sobre el Ibex 35, los contratos más negociados fueron los futuros sobre el Ibex 35, que crecieron un 1,3% gracias al avance de los contratos Plus de mayor tamaño (1,2%) y, en menor medida, de los contratos Impacto dividendo sobre Ibex 35 (63,1%). En sentido contrario, retrocedieron los contratos Mini de menor tamaño (-7,9%) y los contratos sobre índices sectoriales de bancos y energía (-64,6%), que siguen concentrados en el sector bancario. Asimismo, los contratos de opciones sobre el índice Ibex 35 retrocedieron un 2,8%.

35 Eurex lanzó el 26 de octubre de 2015 su contrato Euro-BONO Futures, un futuro cuyo activo subyacente es el bono soberano español a 10 años. En 2018 se negociaron 173.450 contratos de este tipo en ese mercado (Fuente: Eurex).

Negociación en MEFF Exchange¹

CUADRO 2.3.2

Número de contratos					
	2015	2016	2017	2018	% var. 18/17
Contratos s/deuda	8.012	360	0	0	-
Futuro s/bono a 10 años	8.012	360	0	0	-
Contratos s/lbex 35	8.279.939	7.468.299	6.911.671	6.983.287	1,0
Futuros s/lbex 35 ²	7.735.524	7.146.060	6.481.301	6.564.971	1,3
Plus	7.384.896	6.836.500	6.268.290	6.342.478	1,2
Mini ²	318.129	249.897	161.886	149.023	-7,9
Impacto dividendo	32.499	58.044	43.372	70.725	63,1
Sectoriales		1.619	7.753	2.745	-64,6
Opciones s/lbex 35 ²	544.416	322.239	430.370	418.315	-2,8
Contratos s/acciones	31.769.507	32.736.458	32.335.004	31.412.879	-2,9
Futuros s/acciones	10.054.830	9.467.294	11.671.215	10.703.1912	-8,3
Futuros s/dividendos	292.840	367.785	346.555	471.614	36,1
Futuros s/dividendos plus	1.152	760	880	200	-77,3
Opciones s/acciones	21.420.685	22.900.619	20.316.354	20.237.873	-0,4
Total	40.056.458	40.205.117	39.246.675	38.396.166	-2,2

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 realizarse 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 lbex 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).

En lo que respecta a los derivados sobre acciones, su contratación retrocedió un 2,9% en el ejercicio debido a la caída del volumen contratado en futuros sobre acciones (-8,3%), mientras que el número de contratos de opciones sobre acciones apenas varió (-0,4%). Asimismo, como ha sucedido en años anteriores, se acentuó la contratación en un número reducido de subyacentes (Banco de Santander, BBVA, Telefónica, Iberdrola y Repsol), que representaron alrededor del 92% de la negociación total tanto de futuros como de opciones, porcentajes similares a los observados en 2017. Solo los futuros y las opciones sobre el Banco de Santander supusieron el 73% y el 33% del total, respectivamente. Por otro lado, los futuros sobre dividendos crecieron un 36,1%, alcanzando su volumen contratado un máximo histórico desde su introducción en 2012.

Novedades en el segmento de derivados financieros

En el segmento de derivados financieros, la principal novedad desde el inicio del año fue el establecimiento de un nuevo sistema de cotización bajo petición, también llamado RFQ (*request for quote*). Esta modalidad de negociación, que se suma al sistema electrónico de negociación (con órdenes y operaciones acordadas) ya existente, permite a los miembros introducir solicitudes de cotización a otros miembros sobre los contratos admitidos a negociación en el segmento de derivados financieros de MEFF. Cualquier participante en el mercado puede iniciar las solicitudes que permiten a los destinatarios introducir respuestas a estas, que pueden ser de aceptación (aceptando el precio propuesto por el solicitante) o de propuesta (en el caso de

que la solicitud se hubiese realizado sin precio), no pudiendo proponer un contrato distinto al de la solicitud a la que están respondiendo.

En cuanto a los productos, la principal novedad fue la introducción desde el mes de diciembre de los futuros Micro Ibex 35, que se caracterizan por tener como subyacente el índice Ibex 35, vencimientos semanal y mensual estándar y multiplicador 0,1 euros, frente a los 10 euros y 1 euro del futuro sobre el Ibex 35 y el futuro Mini Ibex 35, respectivamente. La aprobación de este nuevo contrato supuso cambios en las condiciones generales y en algunas circulares del mercado, que se modificaron para recoger las particularidades de este producto novedoso.

Además, desde diciembre también se amplió el horario para la aceptación de operaciones dentro del sistema de operaciones acordadas en el segmento de derivados financieros, que se extendió hasta las 19:00 horas para los contratos con horario corto (los distintos a los futuros Ibex 35, futuros Mini Ibex 35 y futuros Micro Ibex 35), manteniéndose las 20:15 como límite para la aceptación de operaciones acordadas para los contratos en horario extendido (futuros Ibex 35, futuros Mini Ibex 35 y futuros Micro Ibex 35).

Por otra parte, BME lanzó una nueva gama de índices diarios relacionados con el mercado de opciones y futuros MEFF y el índice Ibex 35, que incluyen un índice de volatilidad, otro de tendencia de volatilidad y un conjunto de índices de estrategias con opciones.

Miembros del mercado

MEFF Exchange contaba al cierre de 2018 con un total de 88 miembros de mercado, 2 menos que el año anterior. De todos ellos, 56 operaban en el segmento de los derivados financieros y 36, en el de la energía. Durante el ejercicio se mantuvieron los miembros en el segmento de derivados de la energía, por lo que las 2 bajas se produjeron en el de derivados financieros.

Número de miembros en MEFF Exchange

CUADRO 2.3.3

Segmento	Negociador	Neg. cuenta propia	Total entidades	Var. 18/17
Derivados financieros	43	13	56	-2
Energía	7	29	36	0
Total entidades¹	46	42	88	-2
Var. 2018	-2	0	-2	-

Fuente: MEFF Exchange y CNMV. (1) El total es inferior a la suma de miembros en cada segmento debido a que hay entidades que participan en más de uno.

2.3.2 MEFF Power

El ejercicio 2018 se caracterizó por una significativa reducción de la actividad en este segmento, registrándose operaciones por un total de 12,3 TWh, un volumen un 31,2% menor que el de 2017. Los contratos registrados alcanzaron un valor efectivo de 683 millones de euros, frente a los 854 millones del ejercicio anterior, lo que supone un descenso del 20,1%. La disminución de este valor efectivo es inferior a la

registrada en el volumen de energía como consecuencia del aumento interanual de los precios de los futuros de la electricidad española, en línea con lo ocurrido en otros mercados eléctricos europeos; esto explica que la reducción en valor efectivo sea inferior en valor absoluto al decremento del volumen de energía registrado.

En un contexto de volumen de registro de operaciones muy reducido, el periodo de mayor actividad fue el último trimestre del año, con máximos en los meses de octubre y noviembre, frente a los meses de verano, en los que apenas se registró actividad, al contrario de lo que sucedió en 2017. La caída de la actividad interanual afectó a todos los tipos de contratos, salvo a los mensuales —que crecieron un 9,4%— y fue especialmente intensa en los contratos más largos. Los contratos de duración trimestral y anual cayeron un 42,8% y un 34,8%, respectivamente, en términos interanuales. Además, se registró un menor número de operaciones en el año (1.894, un 4,3% menos que en 2017 y un promedio de 7,5 operaciones diarias), que además se caracterizaron por un menor tamaño (15 contratos y 6,5 GWh de media, frente a los 17,2 contratos y 9,1 GWh de media en 2017).

La posición abierta al final del ejercicio 2018 alcanzó 5,5 TWh (con una valoración a precios de cierre de casi 317 millones de euros), por debajo de los 8,0 TWh de la posición abierta al final del año precedente, valorada entonces en 422 millones de euros. Así, el volumen de subyacente cayó un 31,8% en términos interanuales, mientras que la valoración de la posición fue menor, del 24,9%, como consecuencia del aumento de los precios.

A pesar de la reducción global de la posición abierta durante 2018, la referida a contratos anuales casi se duplicó (desde 1,1 a 2,1 TWh), representando el 37,6% de la posición total, frente al 13,2% que suponía al cierre de 2017. Este cambio en la composición de los plazos de las operaciones se produce porque, aunque se redujo el registro global de los contratos anuales, empezaron a realizarse operaciones con periodos de vencimiento más distantes (anuales para 2020 y posteriores), que hasta el ejercicio anterior eran muy esporádicas.

Al final de 2018 este mercado contaba con un total de 201 participantes, 3 más que a finales de 2017.

2.3.3 Sistemas organizados de contratación (SOC)

La Directiva MiFID II introdujo una nueva figura de centros de negociación denominados sistemas organizados de contratación (SOC u OTF, por sus siglas en inglés), en los que únicamente se pueden negociar instrumentos de renta fija y derivados. En los SOC, a diferencia de lo que ocurre en los mercados regulados y en los SMN, la negociación puede efectuarse a través de reglas discrecionales. Además, los SOC pueden interponer, en ciertas circunstancias, su cuenta propia sin riesgo en instrumentos derivados y valores de renta fija, además de negociar por cuenta propia aquellos instrumentos de deuda soberana para los que no exista un mercado líquido.

La CNMV autorizó en enero de 2018 el funcionamiento de los dos primeros SOC, CAPI OTF y CIMD OTF. El primero opera en derivados financieros y divisas, mientras que el segundo desarrolla su actividad en dos segmentos diferenciados: el de derivados financieros y el de derivados sobre la energía eléctrica.

Negociación en sistemas organizados de contratación (SOC)

CUADRO 2.3.4

Los mercados de valores
y sus agentes
Mercados y emisores

Segmento derivados financieros	N.º operaciones contratadas	Importe efectivo (millones de euros)
Derivados financieros ¹	2.250	737.350
Derivados FX ²	1.247	367.268
Total	3.497	1.104.618
Segmento derivados sobre energía	2.041	1.344

Fuente: CNMV. (1) Corresponden a operaciones sobre *swaps*, *swaps* de bases, futuros sobre índices de tipos de interés y permutas nocturnas indicadas. (2) Corresponden a operaciones sobre futuros sobre tipos de cambio.

En su primer año de actividad los SOC contrataron 3.497 operaciones sobre derivados financieros y 2.041 sobre derivados de energía, por un importe efectivo de 1,1 billones y 1.344 millones de euros (como se comentará más adelante), respectivamente. Entre los derivados financieros, en torno a dos tercios de las operaciones y el importe efectivo contratado correspondieron a derivados sobre tipos de interés como distintos tipos de *swaps* y futuros, mientras que el tercio restante fueron operaciones con derivados cuyo subyacente eran tipos de cambio.

Segmento de derivados de energía

En el segmento de derivados de energía de CIMD se negocian contratos derivados *swaps* con liquidación financiera contra el promedio diario del precio del mercado spot de electricidad española (SPEL) e italiana (ITEL). Estos contratos tienen periodos de liquidación que oscilan entre un día (contratos diarios) y un año (anuales o *calendar*), junto con los contratos de duración intermedia: semanales, mensuales y trimestrales. Por su parte, las horas relevantes del periodo de liquidación para el cálculo del promedio del precio spot contra el que liquida el derivado pueden ser todas las horas del periodo (contratos en carga base) o solo las comprendidas entre las 08:00 y las 20:00 horas de los días de lunes a viernes incluidos en el periodo de liquidación (contrato en carga punta). En el segmento de energía del SOC de CIMD se negocian derivados SPEL en carga base y derivados ITEL base y punta.

Durante el conjunto del ejercicio, la negociación total en estos instrumentos alcanzó un volumen de 25,1 TWh, el 74,6% del cual fue en derivados SPEL y el 25,4% en *swaps* ITEL, mayoritariamente en base. El volumen efectivo total de la negociación se elevó a 1.344,2 millones de euros, un 71,5% en derivados españoles y un 28,5% en el subyacente de electricidad italiana, un reparto más equilibrado que en el volumen físico, por el mayor precio medio de los *swaps* de la electricidad italiana respecto de la española.

Con relación a los periodos de liquidación de los contratos, destacó la negociación de contratos anuales de las referencias SPEL, que acumularon 11,5 TWh (61,2% de la negociación total de los derivados «españoles»), mientras que para los contratos italianos la negociación estuvo algo más repartida, pues los anuales concentraron el 42,8% de su volumen total, con más operaciones pequeñas en contratos de periodo de liquidación inferior al mes.

2.3.4 Mercado de *warrants* y certificados

En 2018 tanto el número de emisiones de *warrants* registradas como el volumen emitido continuaron cayendo, mientras que su contratación en el mercado secundario apenas cambió respecto al ejercicio anterior, todo ello en un escenario de baja volatilidad de los mercados que desincentiva el uso de este tipo de instrumentos. En el caso de los certificados, el mercado primario siguió sin registrar actividad (no ha habido ninguna emisión desde 2010), a la vez que la actividad del secundario continuó reduciéndose, con una caída del 11,5% en el importe de las primas contratadas, hasta el nivel más bajo de su historia.

Emisiones

El número de emisiones de *warrants* registradas durante 2018 fue de 5.231, un 8,7% menos que en 2017 y su valor más bajo desde el año 2006. El número de entidades emisoras disminuyó hasta 5, todas ellas bancos, correspondiendo la baja a una compañía de ingeniería que había emitido *warrants* en el ejercicio anterior en el marco de su proceso de reestructuración. Las primas totales, cuyo importe alcanzó los 2.085 millones de euros, un 14,3% menos que en 2017, siguieron concentrándose en contratos cuyos activos subyacentes eran acciones e índices, si bien los índices perdieron peso relativo en beneficio del resto de los subyacentes. El importe total agregado de las primas de las emisiones fue el más bajo de los últimos años, destacando las caídas de casi el 20% en las primas de las emisiones de índices. En el lado contrario, a pesar de su reducido volumen, fueron notables las emisiones de divisas y materias primas, cuyas primas crecieron un 50,4% y un 204,1%, respectivamente. Asimismo, como ya se ha indicado previamente, no se registró ninguna emisión de certificados en la CNMV.

Emisiones de *warrants* registradas en la CNMV

CUADRO 2.3.5

Importes en miles de euros

	Número		Importe de la prima				
	Emisores	Emisiones	Total	Acciones	Índices ¹	Divisas	Materias primas
2014	6	8.574	3.644.239	1.770.915	1.697.295	99.964	76.065
2015	8	9.059	3.479.064	1.807.276	1.486.148	106.199	79.441
2016	5	7.809	2.688.574	1.438.206	1.153.143	57.305	39.920
2017	6	5.730	2.433.614	939.528	1.443.030	32.415	18.642
2018	5	5.231	2.084.891	818.952	1.160.478	48.767	56.695

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

Mercado secundario

La contratación de *warrants* en el mercado secundario experimentó un ligerísimo descenso en 2018, hasta situarse en 456,6 millones de euros, su valor más bajo en los últimos 15 años. La contratación se concentró principalmente en *warrants* sobre índices, que representaron casi el 70% del total y, en menor medida, en *warrants* sobre acciones, que acumularon el 29%. Los contratos sobre el resto de los activos (divisas y materias primas), que habían crecido en el ejercicio en el mercado primario, redujeron su contratación a menos de la mitad que en 2017 y apenas supusieron el 1% del total del mercado.

Contratación de warrants en el mercado continuo

CUADRO 2.3.6

Los mercados de valores
y sus agentes
Mercados y emisores

Primas negociadas en miles de euros

	N.º emisiones	Primas negociadas por tipo de subyacente				Total
		Índices ¹	Acciones	Divisas ²	Materias primas	
2014	7.612	364.302	430.984	14.209	8.202	817.698
2015	7.530	691.995	370.256	20.004	13.604	1.095.859
2016	6.296	420.353	280.953	5.025	9.209	715.541
2017	5.082	266.016	186.717	2.018	7.837	462.588
2018	4.191	317.881	133.863	1.390	3.542	456.676

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.

El importe de las primas negociadas en el segmento de certificados volvió a ser muy reducido, debido a la ausencia de nuevas emisiones de este tipo de activo. La negociación disminuyó hasta 0,32 millones de euros, correspondientes a las dos únicas emisiones activas del mercado, cuyos activos subyacentes son oro y petróleo (ambas fueron emitidas por la misma entidad bancaria en 2007 y 2010, respectivamente).

Contratación de certificados en el mercado continuo

CUADRO 2.3.7

Primas negociadas en miles de euros

	N.º emisiones ¹	Primas negociadas por tipo de subyacente				Total
		Índices ²	Acciones	Divisas	Materias primas	
2014	2	0,0	0,0	0,0	1.682,5	1.682,5
2015	2	0,0	0,0	0,0	1.135,1	1.135,1
2016	2	0,0	0,0	0,0	400,5	400,5
2017	2	0,0	0,0	0,0	362,2	362,2
2018	2	0,0	0,0	0,0	320,4	320,4

Fuente: CNMV. (1) El número de emisiones contabiliza las emisiones que registraron contratación en cada periodo. (2) Incluye cestas de valores y de índices.

2.3.5 Contratos financieros atípicos

En el ejercicio se registraron en la CNMV 11 emisiones de contratos financieros atípicos en los que una entidad de crédito recibe dinero de sus clientes, a la vez que asume una obligación de reembolso en función de la evolución en el mercado de uno o varios valores, aunque sin el compromiso de reembolso íntegro del principal recibido. Así, el reembolso consiste bien en la entrega de determinados valores cotizados, bien en el pago de una suma de dinero, o ambas cosas. Estos contratos se caracterizan por que no están admitidos a negociación en mercados secundarios organizados. El importe de las primas negociadas alcanzó 953 millones de euros, menos de la mitad de los 1.964 millones de euros contratados en 2017, siendo el subyacente mayoritariamente acciones.

Emisiones de contratos de compraventa de opciones registradas en la CNMV

CUADRO 2.3.8

Importes en miles de euros

	Número		Importe de la prima				
	Emisores	Emisiones	Total	Acciones	Índices ¹	Materias primas	Tipos de cambio
2014	0	0	0	0	0	0	0
2015	1	1	5.000	5.000	0	0	0
2016	1	4	650.000	650.000	0	0	0
2017	2	15	1.964.500	1.950.000	14.500	0	0
2018	2	11	953.000	950.000	3.000	0	0

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

Como novedad en el ámbito de la regulación en este aspecto en 2018, cabe mencionar que en el Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre, se atribuye la competencia sobre los depósitos estructurados (modalidad de CFA, en la que se garantiza el 100% del capital) a la CNMV.

2.4 Compensación, liquidación y registro

2.4.1 Iberclear

La Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. Unipersonal, cuyo nombre comercial es Iberclear, es el depositario central de valores (DCV) español, presta el servicio de registro inicial (servicio de notaría), el servicio de provisión y mantenimiento de cuentas de valores a nivel superior de tenencia (servicio central de mantenimiento o función de depósito central) y realiza la gestión del sistema de liquidación de valores ARCO (servicio de liquidación), así como otros servicios auxiliares relacionados, en la terminología del CSDR³⁶.

A finales de 2018, Iberclear contaba con 67 entidades participantes (incluidas las entidades de contrapartida central y otros DCV con los que Iberclear tiene enlace), 1 entidad menos que al finalizar 2017. Durante 2018 se dieron de alta 4 entidades y 5 causaron baja, la mayoría como consecuencia de procesos de fusión.

2.4.1.1 Actividad de registro

Desde su integración en Target2-Securities (T2S), en septiembre de 2017, Iberclear gestiona una única plataforma (ARCO), en la que están integrados todos los valores.

Al cierre del ejercicio, el número de emisiones registradas en Iberclear se situó en 8.499, por un importe nominal de 1.661.254 millones de euros. En relación con las cifras del año anterior, se produjo una disminución tanto en el número de emisiones

36 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 (CSDR, por sus siglas en inglés).

vivas (-7,2%) como en su importe (-0,3%). Esta caída global tuvo lugar a pesar del incremento del número de emisiones y del importe en valores admitidos de deuda soberana, tal y como se aprecia en el cuadro 2.4.1.

Iberclear ARCO. Actividad de registro

CUADRO 2.4.1

Importes en millones de euros

Valores registrados	2017	2018	% var. 18/17
Número de emisiones	9.155	8.499	-7,2
Deuda pública	472	486	3,0
Deuda corporativa	2.254	2.129	-5,5
Resto de valores	6.429	5.884	-8,5
Saldo nominal registrado	1.666.693	1.661.254	-0,3
Deuda pública	989.698	1.036.073	4,7
Deuda corporativa	530.290	485.873	-8,4
Resto de valores	146.705	139.308	-5,0

Fuente: Iberclear y CNMV.

2.4.1.2 Actividad de liquidación

La cifra total de liquidación no es directamente comparable con la del año 2017 porque la renta fija se incorporó a la plataforma ARCO en septiembre de 2017, con la implantación de la fase II de la reforma efectuada en España en los sistemas de compensación, liquidación y registro, y la codificación de las operaciones no permite una correspondencia exacta. No obstante, de acuerdo con la estimación realizada debe señalarse que, en relación con la renta fija y en términos globales, la actividad se redujo notablemente (un 56% respecto al número de operaciones y un 63% en términos de efectivo). Esto se debe a que, tras la incorporación a Target2-Securities, los movimientos de saldo dentro de una misma cuenta de terceros han dejado de comunicarse y computarse en Iberclear, puesto que no dan lugar a instrucciones de liquidación a través del sistema.

En relación con las operaciones de renta variable procedentes de entidades de contrapartida central (ECC), la actividad se ha vuelto a reducir, en sintonía con la menor actividad del mercado. Por lo que se refiere a la operativa bilateral, se estima un incremento del 2,3% en el número de operaciones y del 1,3% con respecto al efectivo.

Iberclear. Operaciones liquidadas ARCO

CUADRO 2.4.2

Importes en millones de euros

	2017		2018	
	N.º operaciones	Efectivo	N.º operaciones	Efectivo
Operaciones provenientes de ECC	2.367.529	2.782.727	2.512.771	7.850.520
Deuda soberana ¹	78.490	2.092.330	282.626	7.167.911
Deuda corporativa ¹	-	-	-	-
Renta variable	2.289.039	690.397	2.230.145	682.609
Operaciones bilaterales y de plataforma	8.538.996	33.278.388	6.652.376	12.884.526
Deuda soberana ¹	2.703.625	30.742.801	1.167.172	11.520.441
Deuda corporativa ¹	556.919	1.321.559	85.074	134.177
Renta variable	5.278.452	1.214.028	5.400.130	1.229.909
TOTAL	10.906.525	36.061.115	9.165.147	20.735.046

Fuente: Iberclear y CNMV. (1) Para 2017, en los valores de deuda soberana y deuda corporativa se agregan todos los tipos de operación en los periodos previo y posterior al 15 de septiembre, fecha de la fase II de la reforma, en la que Iberclear se incorporó a T2S y la renta fija, a la plataforma ARCO. Adicionalmente, antes de la incorporación a ARCO, las operaciones procedentes de ECC de renta fija no podían identificarse porque se procesaban como bilaterales.

Iberclear. Incidencias en la liquidación ARCO

CUADRO 2.4.3

Importes en millones de euros

	2017		2018	
	N.º operaciones	Efectivo	N.º operaciones	Efectivo
Deuda soberana ¹	24.999	436.864	51.138	761.471
Deuda corporativa ¹	1.726	2.618	5.965	7.590
Renta variable	745.317	239.366	917.761	294.144
Total ventas vencidas	772.042	678.848	974.864	1.063.205
Recompras y liquidación en efectivo	104	2	78	9

Fuente: Iberclear y CNMV. (1) Para 2017, en los valores de deuda soberana y deuda corporativa la información corresponde únicamente al periodo posterior al 15 de septiembre, fecha de la fase II de la reforma, en la que Iberclear se incorporó a T2S y la renta fija, a la plataforma ARCO.

Las cifras sobre eficiencia en la renta fija y el total de 2018 no son directamente comparables con las de 2017, porque para ese año solo se han computado las incidencias correspondientes al periodo posterior al 15 de septiembre, una vez que los valores de renta fija se incorporaron a la plataforma ARCO. No obstante, considerando la eficiencia en esta plataforma desde esa fecha, el porcentaje de operaciones vencidas en 2018 fue menor que el de las 14 últimas semanas de 2017 (4,3% de operaciones vencidas frente al 5,5% de 2017), con un mejor comportamiento de la deuda soberana (4,1%) respecto a la deuda corporativa (7,5%).

Por su parte, la ineficiencia en la renta variable se incrementó en torno a dos puntos porcentuales. Esto se debe al mayor peso de las operaciones bilaterales, que, en general, tienen peores ratios de eficiencia.

2.4.2 BME Clearing

BME Clearing es la entidad de contrapartida central autorizada en España a prestar servicios de compensación, de acuerdo con el Reglamento (UE) 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 (EMIR, por sus siglas en inglés).

El cuadro 2.4.4 refleja la distribución de miembros activos en BME Clearing, diferenciando por segmento y por tipo de miembro. A final de 2018 el número de miembros de BME Clearing se mantuvo en 132, debido a que se dieron de alta 10 entidades y otras 10 causaron baja.

Número de miembros en BME Clearing por segmento

CUADRO 2.4.4

Segmento	Compensador		No compensador				Total entidades	Var. 18/17
	General	Individual	Indiv. especial	No compens. Ordinario	Cuenta propia			
BME Clearing Derivados	7	27	-	10	-	13	57	1
BME Clearing Energía	6	-	-	-	-	31	37	2
BME Clearing Repo	-	25	-	-	-	-	25	-3
BME Clearing Swap	-	8	-	-	-	-	8	0
BME Clearing Renta Variable	9	16	5	-	24	-	54	-1
TOTAL ENTIDADES (*)	17	50	5	10	24	44	132	-
Var. 2017	-1	-1	-2	-1	1	4	0	-

Fuente: BME Clearing y CNMV. (*) La fila del total de entidades no se corresponde con la suma por segmentos, ya que una misma entidad puede participar en varios.

2.4.2.1 BME Clearing Derivados

En este segmento se compensan las operaciones sobre derivados financieros negociados en MEFF. A lo largo de 2018 se dieron de baja 7 entidades y se incorporaron 6, con lo que el número de miembros se situaba en 57 a finales de año (1 menos que en 2017) como se observa en el cuadro 2.4.4.

2.4.2.2 BME Clearing Energía

La principal novedad en este segmento en 2018 fue la puesta en marcha, el 24 de mayo, del nuevo servicio de compensación de contratos sobre gas natural. Estos contratos, a diferencia de los contratos sobre electricidad, se liquidan por entrega física en el punto virtual de balance³⁷ (PVB) español. Los nuevos contratos que BME Clearing acepta para compensación son futuros y operaciones al contado sobre gas natural, así como operaciones de préstamo o depósito. En concreto, los contratos negociados en BME Clearing son los *day-ahead* (contratos diarios) y toda la curva de futuros de gas natural (con vencimiento semanal, mensual, trimestral, de temporada y anual).

37 El punto virtual de balance es el punto de intercambio virtual de la red de transporte donde los usuarios pueden transferir la titularidad del gas como entrada o salida del mismo.

BME Clearing gestiona el riesgo y las garantías, además del registro de las posiciones, las notificaciones al gestor técnico del sistema (GTS) gasista, que en España es Enagás, y realiza las liquidaciones y las correspondientes facturaciones.

La actividad actual de negociación de derivados sobre gas en España se realiza mediante transacciones bilaterales OTC. El volumen de entregas derivadas de esta negociación se comunica por medio de notificaciones de cesiones y adquisiciones de gas al GTS (Enagás). En este contexto, BME Clearing compensa contratos de dos tipos diferentes de gas: gas natural y gas natural licuado. Este último debe ser procesado en una planta de regasificación como paso previo a su conversión en gas natural y su distribución comercial posterior. Los contratos sobre gas natural se liquidan mediante la notificación al GTS de la entrega de gas en el punto virtual de balance, mientras que los contratos sobre gas natural licuado se liquidan mediante la notificación de la entrega en una planta de regasificación.

La aprobación de esta actividad se realizó en 2017 y en abril de 2018 el Consejo de la CNMV aprobó el establecimiento de convenios entre BME Clearing y tres SOC u OTF, nuevas figuras autorizadas bajo el marco MiFID II, para la compensación en la ECC de las operaciones sobre contratos de gas que se ejecutan en ellos. Desde entonces y hasta el cierre del año, se han sumado 22 entidades participantes, con un volumen registrado hasta diciembre de 1,4 TWh.

Además del gas, los derivados sobre electricidad (negociados en MEF) siguieron atrayendo el interés de las entidades activas en el sector para ser participantes en el mercado, cuyo número aumentó desde 146 a finales de 2017 hasta 156 en los últimos meses del año 2018. A pesar de esta tendencia se registró un número menor de contratos, por lo que el volumen registrado en productos derivados sobre electricidad se redujo un 30% en 2018 y se situó en 12,5 TWh.

Evolución de la actividad en BME Clearing Energía

CUADRO 2.4.5

Volumen nominal en millones de euros

	2017			2018		
	Electricidad	Gas	Total	Electricidad	Gas	Total
Volumen efectivo	854	-	854	689	35	724
Número de operaciones	1.982	-	1.982	1.908	48	1.956
TWh	17,9	-	17,9	12,5	1,4	13,9

Fuente: CNMV y BME Clearing.

En cuanto al número de miembros registrados en este segmento de BME Clearing, en 2018 se dio de baja 1 entidad y se incorporaron 3, con lo que el número total de miembros se situó en 37 (2 más que en 2017) como se observa en el cuadro 2.4.4.

2.4.2.3 BME Clearing Renta Variable

El segmento de renta variable es el servicio de contrapartida central para las compraventas de valores negociados en bolsa. Este segmento inició su actividad el 27 de abril de 2016, fecha de comienzo del nuevo sistema de compensación, liquidación y registro, que estableció como obligatoria la compensación por medio de una ECC de

las operaciones sobre acciones y derechos de suscripción realizadas a través de segmentos multilaterales.

En septiembre de 2017 se completó otro hito con la conexión de Iberclear y BME Clearing a la plataforma de liquidación de valores paneuropea Target2-Securities, dándose así por concluida la segunda y última fase de la reforma.

Durante 2018 se registró un volumen efectivo de 1.136.782 millones de euros, un 12,2% menos que en 2017, como se observa en el cuadro 2.4.6.

Evolución de la actividad en BME Clearing Renta Variable

CUADRO 2.4.6

	2017	2018
Volumen efectivo (millones de euros)	1.294.553	1.136.782
Número de operaciones	101.960.566	88.278.588

Fuente: CNMV y BME Clearing.

A finales de 2018 este segmento contaba con 56 miembros compensadores, 2 más que al cierre de 2017, tras producirse 4 incorporaciones y 2 bajas (véase cuadro 2.4.4).

2.4.2.4 BME Clearing Repo

El segmento de renta fija Repo ofrece el servicio de contrapartida central para las operaciones de repos sobre deuda pública española, con lo que se elimina el riesgo de contrapartida para las entidades participantes.

En abril de 2018 el Consejo de la CNMV aprobó el establecimiento de un convenio entre BME Clearing y BrokerTec para registrar operaciones de esta plataforma en el segmento de repos. Las entidades financieras negocian repos de forma bilateral y los compensan en BME Clearing. A través de este acuerdo los bancos que operan a través de la plataforma BrokerTec —la principal plataforma para la negociación de repos sobre deuda española— pueden compensar sus operaciones en la CCP de BME, beneficiándose del acceso a una mayor liquidez.

A pesar de ello, durante el año 2018 la actividad en este segmento se redujo notablemente. El volumen total registrado fue de 155.639 millones de euros, con una media mensual de 190 operaciones. Al cierre de 2018, la posición abierta media de los 10 últimos días, equivalente a la financiación facilitada, se situaba en 8.243 millones de euros, con un plazo medio financiado de 26 días.

En este segmento 3 miembros se dieron de baja en 2018, con lo que el número de miembros activos era de 25 a finales de año, todos ellos compensadores individuales.

Evolución de la actividad en BME Clearing Repo

CUADRO 2.4.7

	2017	2018
Volumen nominal (millones de euros)	295.256	155.639
Número de operaciones	4.915	2.145

Fuente: CNMV y BME Clearing.

2.4.2.5 BME Clearing Swap

Este segmento ofrece el servicio de contrapartida central para las operaciones de derivados negociados OTC sobre tipos de interés. Comenzó su actividad en 2016.

A pesar de los cambios durante este último año, la actividad de este segmento continuó reduciéndose. En 2018 se registraron únicamente 11 operaciones por un importe nominal inferior a los 150 millones de euros, muy por debajo de las 47 operaciones de 2017 por un importe superior a los 2.200 millones de euros.

A finales de 2018 este segmento contaba con ocho miembros compensadores (sin cambios respecto a 2017), todos ellos compensadores individuales.

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

Progreso en la implantación del Reglamento (UE) 909/2014 sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores (CSDR)

El Reglamento sobre depositarios centrales de valores (CSDR) proporciona, junto con T2S, una base clave para un mercado único de capitales. El objetivo de esta norma es establecer requisitos uniformes para la liquidación de los instrumentos financieros en toda la Unión Europea y armonizar la organización y conducta de los DCV europeos.

El desarrollo del nivel 2 del CSDR (nivel 1) se inició en 2017 y el 13 de septiembre de 2018 se completó con la publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* del Reglamento Delegado (UE) 2018/1229 de la Comisión, de 25 de mayo de 2018 (nivel 2), por el que se completa el CSDR en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la disciplina en la liquidación. Esta norma de nivel 2 entrará en vigor en septiembre de 2020.

En lo que respecta a las medidas de nivel 3, con el fin de contribuir al objetivo de asegurar la convergencia de la supervisión y una implementación uniforme del CSDR y de las medidas conexas de nivel 2, ESMA publicó a lo largo de 2018 una serie de directrices, recomendaciones, opiniones, y preguntas y respuestas.

Entre las directrices se pueden destacar las relativas al proceso para calcular los indicadores con los que determinar las monedas más relevantes en las que tiene lugar la liquidación, las directrices sobre el proceso para calcular los indicadores con los que determinar la importancia significativa de un DCV para un Estado miembro de acogida y las directrices relativas a la cooperación entre autoridades, en virtud de los

artículos 17 y 23 del CSDR. Estos conjuntos de directrices se publicaron el 28 de marzo de 2018 en la web de ESMA, habiendo comunicado la CNMV su intención de cumplirlas.

Por último, en aplicación de lo dispuesto en el artículo 17 del CSDR, desde octubre de 2017 se está llevando a cabo el proceso de autorización de Iberclear como DCV según dicho reglamento. Durante 2018 continuaron los trabajos relacionados con este proceso por parte de Iberclear, la CNMV y el Banco de España.

Finalmente, destaca la creación, a finales de 2018 y por parte de la CNMV, de un grupo de contacto sobre el sistema de compensación, liquidación y registro, como canal para la transmisión y la consulta de iniciativas regulatorias en los ámbitos nacional y de la Unión Europea en el marco de la poscontratación y también como foro para la discusión sobre la aplicación de asuntos que afecten a este sector y propuestas de mejora.

3 Entidades financieras y servicios de inversión

3.1 Inversión colectiva

Después de seis años de crecimiento ininterrumpido, en 2018 se produjo una ligera contracción en el patrimonio de los fondos de inversión de carácter financiero. Esta fue consecuencia, principalmente, del descenso del valor de la cartera de inversiones debido a la inestabilidad presente en los mercados financieros durante buena parte del año. Por el contrario, continuaron produciéndose nuevas entradas de recursos, aunque a un ritmo mucho menor que en años anteriores, e incluso en el último trimestre se llegaron a efectuar reembolsos netos en muchas categorías. Las fórmulas relativamente arriesgadas continuaron aumentando su peso relativo, aunque con menos fuerza que en 2017, siendo los fondos globales, con diferencia, los que experimentaron la mayor expansión.

Como ya sucediera en el ejercicio anterior, las sociedades de inversión de capital variable (SICAV) observaron una reducción en el número de entidades. Sin embargo, mientras que gran parte de las bajas de 2017 fueron consecuencia de absorciones por parte de otras IIC, en 2018 estas tan solo explicaron el 20% de las bajas totales.

En 2018 continuó la expansión del patrimonio y de la cuota de mercado de las instituciones de inversión colectiva extranjeras comercializadas en España, cuya información se vio afectada, además, por la entrada en vigor de una nueva circular que persigue mejorar la información que se recibe de estas instituciones.

3.1.1 Fondos de inversión (FI)

El patrimonio de los fondos de inversión españoles (FI), que había crecido de forma ininterrumpida desde 2012 acumulando un avance de más del 120%, experimentó una contracción durante el último trimestre de 2018. Esta contracción compensó los avances de los trimestres anteriores y propició un descenso del patrimonio del 2,3% respecto a finales de 2017 (5,7% en los últimos 3 meses), que se situó en 259.095 millones de euros. Esta reducción se debió exclusivamente a los rendimientos negativos de la cartera de los FI, de casi 20.000 millones de euros, ya que las suscripciones de participaciones (en términos netos) fueron positivas, concretamente de 7.842 millones. No obstante, en el cuarto trimestre del año, como se ha mencionado anteriormente, se observaron suscripciones netas negativas de prácticamente 4.000 millones de euros, como consecuencia del incremento de la aversión al riesgo originada por las turbulencias en las bolsas.

Como se aprecia en el anexo estadístico II.1, las categorías de fondos que registraron una mayor caída patrimonial fueron, por este orden, la de fondos de renta fija (3.675 millones de euros menos que en 2017, lo que supone una tasa de variación del -5,2%) y la de gestión pasiva (3.339 millones menos, -17,1%). Cabe mencionar que en ambas vocaciones ya se había producido una contracción del patrimonio gestionado

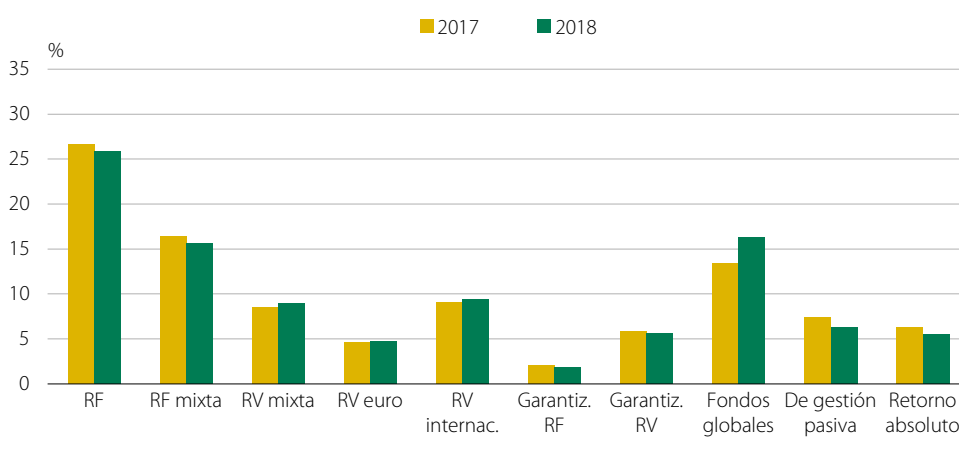
en 2017. Los fondos de renta fija mixta, por su parte, registraron un descenso de 2.936 millones de euros (un 6,7% menos que en 2017), mientras que en los de retorno absoluto el retroceso fue de 2.533 millones. Estas dos últimas vocaciones, a diferencia de las anteriormente mencionadas, habían experimentado en 2017 un avance significativo, siendo especialmente elevado en el caso de los fondos de retorno absoluto, cuyo patrimonio creció un 36,8%, frente al 11,5% de crecimiento medio del sector.

En relación con los avances patrimoniales, el más importante se produjo, con diferencia, en los fondos globales, con un aumento de 6.626 millones de euros, un 18,7% más que a finales de 2017, gracias a las elevadas suscripciones realizadas durante el año (9.449 millones en términos netos). También experimentaron entradas de recursos de los partícipes los fondos de renta variable (entre 1.790 y 3.864 millones de euros) aunque, al haberse producido una importante contracción en el valor de la cartera, el efecto sobre el patrimonio a finales de año fue mucho más reducido. Así, los fondos de renta variable mixta y renta variable internacional incrementaron su patrimonio en 869 y 340 millones de euros, respectivamente, mientras que los de renta variable euro cerraron el año con una ligera contracción patrimonial de 26 millones.

Como viene sucediendo desde 2013, las variaciones patrimoniales registradas durante el ejercicio en las distintas categorías de fondos se tradujeron en un descenso del peso relativo conjunto de las fórmulas más conservadoras (fondos de renta fija y fondos garantizados de renta fija y renta variable) en el patrimonio total de los FI, aunque con una intensidad mucho menor que en los ejercicios anteriores, ya que pasó del 34,5% en 2017 al 33,4% en 2018. En el lado opuesto, aumentó la cuota conjunta de categorías con niveles de riesgo mayores, lo que refleja una búsqueda de rentabilidades más altas por parte de los inversores. No obstante, si bien en 2017 este incremento de las vocaciones más arriesgadas fue muy elevado, con importantes suscripciones tanto en los fondos globales como en los de renta variable internacional y euro, en 2018 tan solo fueron significativas, como ya se ha mencionado, en los fondos globales (véase gráfico 3.1.1).

Fondos de inversión: distribución del patrimonio

GRÁFICO 3.1.1



Fuente: CNMV.

La rentabilidad agregada de los FI en el conjunto del ejercicio se situó en terreno negativo, con una cifra del -4,9%, lastrada sobre todo por el mal comportamiento registrado en el último trimestre del año (el rendimiento de la cartera fue del

-4,13% en este trimestre). A excepción de los fondos garantizados de renta fija, cuyo rendimiento fue del 0,09%, el resto de categorías de fondos de inversión experimentó una rentabilidad negativa en el conjunto del año. En línea con la tendencia bajista de las cotizaciones bursátiles, los fondos menos rentables fueron los de renta variable euro, con un rendimiento del -13,01% en 2018 (-11,94% en el cuarto trimestre) y los de renta variable internacional, con un -12,34% (-13,06% el último trimestre), seguidos por los de renta variable mixta (-6,45% en todo el año y -5,83% en los últimos 3 meses).

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

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión¹

CUADRO 3.1.1

Importes en millones de euros

	2017	%	2018	%	% var. 18/17
Patrimonio	265.195	100,0	259.095	100,0	-2,3
Cartera de inversiones financieras	244.598	92,2	241.016	93,0	-1,5
Cartera interior	83.032	31,3	74.486	28,7	-10,3
Valores representativos de deuda	55.389	20,9	50.538	19,5	-8,8
Acciones y otros instrumentos de patrimonio	10.912	4,1	10.868	4,2	-0,4
Instituciones de inversión colectiva	7.626	2,9	6.985	2,7	-8,4
Depósitos en EE. CC.	8.657	3,3	5.855	2,3	-32,4
Derivados	441,4	0,2	235	0,1	-46,8
Otros	6,8	0,0	5	0,0	-26,5
Cartera exterior	161.557	60,9	166.522	64,3	3,1
Valores representativos de deuda	67.794	25,6	74.079	28,6	9,3
Acciones y otros instrumentos de patrimonio	27.082	10,2	26.661	10,3	-1,6
Instituciones de inversión colectiva	66.100	24,9	65.624	25,3	-0,7
Depósitos en EE. CC.	74,7	0,0	21	0,0	-71,9
Derivados	504,7	0,2	136	0,1	-73,1
Otros	1,4	0,0	1	0,0	-28,6
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	9,3	0,0	8	0,0	-14,0
Tesorería	19.988	7,5	16.897	6,5	-15,5
Neto deudores/acreedores	608	0,2	1.182	0,5	94,4

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

Como viene sucediendo desde 2013, la distribución del patrimonio agregado de los FI se modificó en 2018 en favor de la cartera exterior, cuyo peso relativo se situó en el 64,3% al cierre del ejercicio, 3 puntos porcentuales más que en 2017 y 12 más que en 2016 (hasta alcanzar los 166.522 millones de euros). La cartera interior, por su parte, redujo su importancia, tanto en términos absolutos como relativos, hasta los 74.486 millones de euros, un 28,7% del total.

Es interesante destacar, en cualquier caso, que la tendencia hacia un mayor peso en el patrimonio de los fondos de los activos internacionales se centró en 2018, esencialmente, en la renta fija. Tanto en términos absolutos como relativos, la inversión directa en renta variable española e internacional de nuestros fondos se mantuvo en niveles similares a los de 2017: 4,2% y 10,3% del patrimonio, respectivamente. Y algo parecido ocurrió en lo que se refiere a la parte de las carteras invertida en otras instituciones de inversión colectiva, que a fin de 2018 ascendía

a 6.985 millones de euros de inversión en instituciones españolas y a 65.624 en instituciones extranjeras.

Las sociedades gestoras continuaron el proceso de racionalización de la oferta de fondos aunque, como ya sucedió en 2017, a un ritmo mucho menor que en el periodo entre 2012 y 2016. Esto dio lugar a un descenso en el número de fondos superior a 450. Así, a lo largo del ejercicio, se produjeron 160 bajas de FI y 101 altas, lo que hizo que el número de vehículos se situara en 1.617 al cierre del año (véase cuadro 3.1.2). Un total de 157 bajas fueron consecuencia de absorciones por parte de otros FI. Esta reducción en el número de vehículos —y a pesar del descenso patrimonial de los fondos— dio lugar a un leve incremento del patrimonio medio por fondo durante el ejercicio, que pasó de 158,2 millones de euros en 2017 a 160,2 millones en 2018.

En relación con la oferta de fondos es de destacar la evolución experimentada por los fondos negociados en bolsa desde que se iniciara su comercialización en España en 2006. Desde un principio existió un número relativamente elevado de ETF autóctonos, cotizados en el mercado español, junto con otros ofrecidos por entidades extranjeras y no cotizados en el mercado español. Su evolución ha sido desigual, entre otras razones por el diferente tratamiento fiscal de estos productos (véase capítulo 2), que ha provocado la casi desaparición de aquellos negociados en el mercado español. Además, tanto los inversores como las gestoras españolas han mostrado escaso interés por este segmento de la inversión colectiva, siendo su participación muy reducida. Esto contrasta con lo sucedido en otros países europeos en los que estos productos han tenido gran éxito en los últimos años debido a su sencillez, elevada flexibilidad y reducidas comisiones. Así, según datos de Thomson Reuters Lipper al cierre del ejercicio su patrimonio se mantenía por encima de 630.000 millones de euros, unos niveles similares a los de 2017.

Altas y bajas en el registro de entidades en 2018

CUADRO 3.1.2

Tipo de entidad	Entidades registradas a 31/12/17	Altas	Bajas	Entidades registradas a 31/12/18
Total IIC de carácter financiero	4.564	111	289	4.386
Fondos de inversión	1.676	101	160	1.617
Sociedades de inversión	2.833	6	126	2.713
IIC de IIC de inversión libre	8	0	1	7
IIC de inversión libre	47	4	2	49
Total IIC inmobiliarias	7	0	0	7
Fondos de inversión inmobiliaria	3	0	0	3
Sociedades de inversión inmobiliaria	4	0	0	4
Total IIC extranjeras comercializadas en España	1.013	117	106	1.024
Fondos extranjeros	455	47	73	429
Sociedades extranjeras	558	70	33	595
SGIIC	109	11	1	119
Depositarios	54	0	17	37

Fuente: CNMV.

El número de partícipes, al contrario de lo que ocurrió con el patrimonio, se incrementó un 9,0% a lo largo de 2018, hasta alcanzar los 11,2 millones (véase anexo

estadístico II.1), a pesar del retroceso que mostró durante los últimos 3 meses (-48.000 partícipes), como el resto de las magnitudes de estas instituciones. Por categorías, los fondos globales fueron los que experimentaron el mayor avance, con 414.793 partícipes más, seguidos por los fondos de renta variable internacional, con un incremento de 359.999. Por el contrario, en los fondos de gestión pasiva se produjo la mayor reducción de partícipes, 95.774 menos que al cierre de 2017. El 98% de los partícipes de los FI eran personas físicas, el mismo porcentaje que en 2017, y concentraban el 83,3% del patrimonio total, 9 décimas por encima de la cifra del ejercicio anterior.

Circular 1/2019, de 28 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular 1/2009, de 4 de febrero, sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora, modificada parcialmente por la Circular 3/2011, de 9 de junio

RECUADRO 3

El Reglamento (UE) 2017/1131 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre fondos del mercado monetario (en adelante, el reglamento) recoge una nueva definición de fondos monetarios y sus criterios de valoración, al objeto de establecer unas normas comunes en la Unión Europea en relación, entre otros aspectos, con la composición de la cartera, los activos aptos, su vencimiento, liquidez y diversificación, y la calidad crediticia de los emisores y de los instrumentos del mercado monetario en los que invierten. Esta nueva definición pretende evitar una disparidad en los niveles de protección de los inversores y prevenir y mitigar cualquier riesgo potencial de contagio derivado de posibles retiradas bruscas y masivas de fondos por parte de los inversores. Estos cambios hacen preciso modificar la definición de las vocaciones referidas a monetarios incluidas en el anexo de la Circular 1/2009, de 4 de febrero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora.

Puesto que el reglamento es de aplicación directa en todos los Estados miembros y es muy extenso en cuanto a características y requisitos de los distintos tipos de fondos monetarios, se ha optado por recoger en la nueva circular únicamente las vocaciones nuevas de monetarios y por remitirse al cumplimiento del reglamento.

Coincidiendo con la adaptación que exige el reglamento, y atendiendo al elevado número, patrimonio y heterogeneidad según la duración de su cartera de los fondos encuadrados en la categoría Renta fija euro¹, se ha considerado adecuado crear una nueva categoría de IIC en función de su vocación inversora y desglosarla en dos: Renta fija euro a corto plazo y Renta fija euro.

El hecho de que las características de las IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado sean diferentes a las de las IIC que replican o reproducen un índice y a las de las IIC cotizadas —a pesar de que todas ellas llevan a cabo una gestión pasiva— ha provocado que se desglose la categoría de IIC de gestión pasiva en dos: IIC que replican un índice (que sustituye a la denominación de IIC de gestión pasiva) e IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.

El Consejo de Estado emitió su preceptivo dictamen el 14 de febrero de 2019. El proyecto de circular examinado no ha suscitado observación alguna, ni de legalidad ni de oportunidad, por lo que se ha permitido su aprobación.

Nueva clasificación de las IIC monetarias del Reglamento (UE) 2017/1131

Para adecuar las vocaciones inversoras a los tipos de fondos monetarios (FMM) definidos en el reglamento, se ha modificado el anexo de la Circular 1/2009, en la que se sustituyen las vocaciones de Monetario a corto plazo y Monetario por las siguientes:

- FMM a corto plazo de valor liquidativo constante de deuda pública.
- FMM a corto plazo de valor liquidativo de baja volatilidad.
- FMM a corto plazo de valor liquidativo variable.
- FMM estándar de valor liquidativo variable.

Con carácter general, los FMM siguen teniendo como objetivo mantener el principal y ofrecer un rendimiento acorde con los tipos del mercado monetario. No obstante, los FMM estándar tienen por objeto ofrecer rendimientos ligeramente superiores a los del mercado monetario, pudiendo tener un vencimiento medio ponderado y una vida media ponderada superiores a los FMM a corto plazo.

Asimismo, los FMM no pueden realizar ventas en corto ni tener exposición a renta variable o materias primas, celebrar acuerdos de préstamo de valores o de toma de valores en préstamo, prestar dinero en efectivo ni tomarlo en préstamo.

Adicionalmente, las gestoras de FMM deberán:

- Establecer un procedimiento de evaluación interna de la calidad crediticia de los activos, basado en métodos de evaluación prudentes, sistemáticos y continuos.
- Efectuar periódicamente pruebas de resistencia ante distintos escenarios para determinar posibles hechos o cambios futuros en la coyuntura económica que puedan tener repercusiones negativas sobre los FMM.
- Establecer y aplicar procedimientos que permitan anticipar el efecto de reembolsos simultáneos por parte de múltiples inversores.

De forma específica, las características principales de cada uno de los tipos de FMM que establece el reglamento son las siguientes:

FMM a corto plazo de valor liquidativo constante de deuda pública: Invier-ten al menos un 99,5% de sus activos en instrumentos del mercado moneta-rio emitidos o garantizados por las Administraciones y organismos recogidos

en el artículo 17.7 del reglamento, y pactos de recompra inversa garantizados con deuda pública del mismo tipo o dinero en efectivo. No obstante, también pueden invertir en otros activos, tales como titulizaciones y pagarés de titulación, depósitos, pactos de recompra o pactos de recompra inversa, otros FMM a corto plazo y activos líquidos accesorios. Estos FMM pretenden mantener inalterado el valor liquidativo de la participación y sus activos se valoran generalmente según el método del coste amortizado. Las suscripciones y los reembolsos se podrán realizar a valor liquidativo constante.

FMM a corto plazo de valor liquidativo de baja volatilidad: Los activos en cartera de estos FMM —que tienen unos criterios menos restrictivos que los exigidos a los FMM a corto plazo de valor liquidativo constante de deuda pública— se pueden valorar a precios de mercado o, si esto no fuera posible, de forma prudente empleando la valoración según el modelo implantado por la gestora. Las suscripciones y los reembolsos se podrán realizar a valor liquidativo constante si la diferencia entre este y el valor liquidativo calculado a precios de mercado o según el modelo no supera los 20 p.b.

FMM a corto plazo de valor liquidativo variable: Pueden invertir en los mismos activos y la cartera podrá tener el mismo vencimiento medio ponderado y la vida media ponderada que el FMM a corto plazo de valor liquidativo de baja volatilidad, si bien las exigencias de liquidez establecidas son inferiores. En cuanto a la valoración de sus activos, solo pueden hacerla a precios de mercado o según el modelo desarrollado por la gestora.

FMM estándar de valor liquidativo variable: Pueden invertir en los mismos activos que los anteriores FMM con alguna flexibilidad adicional en cuanto al vencimiento de los instrumentos del mercado monetario y las titulizaciones o pagarés de titulación y, además, puede invertir en otros FMM tanto a corto plazo como estándar. En cuanto a la valoración de sus activos, al igual que los FMM a corto plazo de valor liquidativo variable, solo pueden hacerla a precios de mercado o según el modelo.

1 En marzo de 2018 había 203 fondos con vocación Renta fija euro, con un patrimonio de 55.841 millones de euros, de los cuales 81 tenían una duración inferior a 1 año y un patrimonio de 23.179 millones de euros.

3.1.2 Sociedades de inversión de capital variable (SICAV)

Como en 2017, el número de SICAV registradas en la CNMV se redujo en 2018, ya que se produjeron 126 bajas y tan solo 6 altas. En todo caso, a finales de año había 2.713 SICAV registradas frente a las 2.833 de diciembre de 2017. Este descenso se vio reflejado también en el número de accionistas, que retrocedió un 1,2%, hasta alcanzar los 416.029. Prácticamente todas las SICAV, más del 99%, cotizaban en el Mercado Alternativo Bursátil.

El patrimonio de estas IIC descendió un 11,4%, en parte como consecuencia de las bajas pero también por la negativa evolución de los mercados durante el año, hasta los 27.835,9 millones de euros. El patrimonio medio por SICAV se redujo ligeramente desde los 11,1 millones de euros a finales de 2017 hasta los 10,3 millones en 2018, mientras que el patrimonio medio por accionista lo hizo desde los 74.595 euros hasta los 67.296.

La evolución moderadamente negativa durante 2018, en número de entidades y volumen de patrimonio, de este segmento de la inversión colectiva en España fue reflejo de que, aunque descendiera, se mantuvo cierto nivel de incertidumbre acerca de posibles cambios regulatorios que pudieran afectarlo. Se trata de un segmento que ha sido y puede seguir siendo relevante desde la perspectiva del desarrollo y la sofisticación, en el mejor de los sentidos, de los servicios de inversión en España y que contribuye a que exista un buen número de profesionales con experiencia de alto nivel en las diversas facetas de la gestión de patrimonios.

Con referencia a la distribución del patrimonio de estos vehículos, en el cuadro 3.1.3 se puede observar que durante 2018 se produjo un aumento de la tesorería de 310 millones, lo que supuso un avance del 12,8%. Sin embargo, este aumento fue inferior a la contracción de la cartera de inversiones financieras (-13,8%), lo que dio lugar al descenso patrimonial ya mencionado. El peso relativo de la cartera exterior dentro de la cartera total, después de varios años de aumentos significativos, se mantuvo prácticamente invariable, con un porcentaje de alrededor del 79% (71,1% del patrimonio total). Entre las diferentes categorías de inversión extranjera, los valores representativos de deuda incrementaron ligeramente su importancia relativa, mientras que descendió algunas décimas el peso de las IIC y de las acciones y otros instrumentos de patrimonio.

Distribución del patrimonio de las sociedades de inversión¹

CUADRO 3.1.3

Importes en millones de euros

	2017	%	2018	%	% var. 18/17
Patrimonio	31.425	100,0	27.836	100,0	-11,4
Cartera de inversiones financieras	28.805	91,7	24.841	89,2	-13,8
Cartera interior	6.229	19,8	5.031	18,1	-19,2
Valores representativos de deuda	1.654	5,3	1.434	5,2	-13,3
Acciones y otros instrumentos de patrimonio	2.675	8,5	2.194	7,9	-18,0
Instituciones de inversión colectiva	1.626	5,2	1.194	4,3	-26,6
Depósitos en EE. CC.	236	0,8	164	0,6	-30,5
Derivados	-0,6	0,0	-0,2	0,0	-66,7
Otros	39,7	0,1	46,2	0,2	16,4
Cartera exterior	22.566	71,8	19.804	71,1	-12,2
Valores representativos de deuda	4.397	14,0	4.242	15,2	-3,5
Acciones y otros instrumentos de patrimonio	6.988	22,2	5.979	21,5	-14,4
Instituciones de inversión colectiva	11.154	35,5	9.541	34,3	-14,5
Depósitos en EE. CC.	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Derivados	19,3	0,1	27,6	0,1	43,0
Otros	8,9	0,0	14,5	0,1	62,9
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	9,3	0,0	5,6	0,0	-39,8
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Inmovilizado material	0,6	0,0	0,5	0,0	-16,7
Tesorería	2421,7	7,7	2731,9	9,8	12,8
Neto deudores/acreedores	197,5	0,6	262,6	0,9	33,0
Pro memoria: n.º accionistas	421.273	-	416.029	-	-1,2

Fuente: CNMV.

Por su parte, la cartera interior, a pesar de la importante reducción en términos absolutos (-19,2%), mantuvo también su peso relativo casi constante (una reducción de algo menos de 2 puntos porcentuales). La distribución entre los distintos instrumentos fue similar a la de 2017: los instrumentos de deuda nacionales aumentaron ligeramente su peso dentro de la cartera interior (pasaron del 26,6% al 28,5%), al igual que las acciones y otros instrumentos de deuda, que lo hicieron 7 décimas, hasta el 43,6%. Por el contrario, la inversión en IIC redujo su importancia relativa dentro de la cartera interior, del 26,1% al 23,7%. En todo caso, es interesante destacar que los porcentajes de inversión en renta variable nacional y en instituciones de inversión colectiva españolas de las SICAV son superiores a los de los fondos de inversión (7,9% y 4,3% frente a 4,2% y 2,7%, respectivamente).

3.1.3 IIC de inversión libre

La inversión libre continúa teniendo en España un peso muy reducido dentro de la inversión colectiva, ya que representa menos del 1% del patrimonio total. Este segmento de la inversión colectiva está formado por dos tipos de vehículos, según inviertan en activos de forma directa (IIC de inversión libre) o a través de otras IIC de inversión libre (IIC de IIC de inversión libre). En ambos casos, los vehículos pueden estar constituidos como fondos o como sociedades.

El patrimonio agregado de estas instituciones, que aumentó de forma significativa en 2017 (+26,8%), se mantuvo prácticamente estable en 2018, con una contracción del 1,3%, hasta situarse a finales de diciembre en 2.730 millones de euros. En el caso de las IIC de inversión libre, el descenso fue del 1,5%, hasta los 2.263 millones de euros, mientras que en las IIC de IIC de inversión libre el patrimonio casi no experimentó cambios, con un retroceso de apenas 1,5 millones de euros, hasta los 467,2 millones.

Al cierre del año, los fondos de inversión libre concentraban el 74,2% del total del segmento (73,1% en 2017). Los fondos de IIC de inversión libre continuaron siendo los menos relevantes, con una proporción respecto al total del 7,8% (7,5% en el ejercicio anterior). Las fórmulas societarias en su conjunto suponían el 18,0%.

La evolución de la rentabilidad de la cartera estuvo en línea con el comportamiento de los mercados, especialmente los de renta variable, y fue negativa para todas las categorías: mientras que las IIC de inversión libre registraban un rendimiento en la cartera del -6,23% hasta diciembre, las IIC de IIC de inversión libre mostraban una rentabilidad del -2,05%. Al igual que en los FI, el menor rendimiento se produjo en el último trimestre del año.

El número total de partícipes y accionistas de estas instituciones permaneció casi constante en 2018, con tan solo 6 menos que al cierre de 2017, por lo que a finales de diciembre había un total de 7.246. No obstante, el análisis por tipología revela que en el caso de las IIC de inversión libre se produjo un aumento del 21,5% durante el año, hasta los 4.442, mientras que en las IIC de IIC de inversión libre se experimentó una reducción del 22%, para finalizar diciembre con 2.804 partícipes.

Por su parte, el número de vehículos de inversión libre registrados en la CNMV al cierre de 2018 ascendía a 56, 1 más que al cierre del año anterior. Como se observa en el cuadro 3.1.2, el número de IIC de inversión libre aumentó de 47 a 49 tras producirse 4 altas y 2 bajas, mientras que las IIC de IIC de inversión libre pasaron de 8 a 7 como consecuencia de 1 baja.

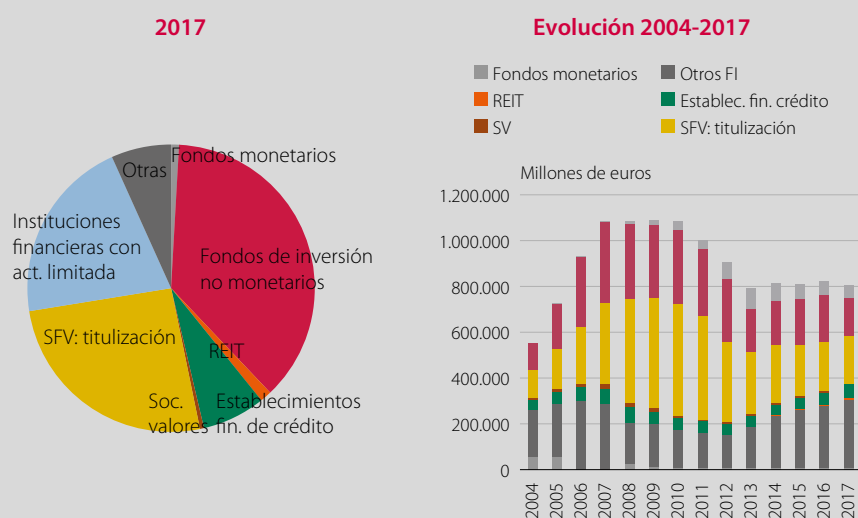
La intermediación financiera no bancaria en España¹

RECUADRO 4

La financiación no bancaria es una valiosa alternativa a la financiación bancaria, ya que incrementa las fuentes disponibles de recursos para las empresas y los hogares, a la vez que puede promover una sana competencia con las entidades bancarias tradicionales. La experiencia acumulada a raíz de la crisis financiera iniciada en 2007 muestra, no obstante, la capacidad de algunas entidades que proporcionan financiación no bancaria de generar ciertos riesgos para la estabilidad financiera análogos a los que generan los bancos. Estos riesgos pueden generarse tanto de forma directa como a través de la conexión de estas entidades con el sistema bancario tradicional. La denominación de este sector —que originalmente fue «banca en la sombra» (*shadow banking*), por estar sus actividades fuera del ámbito de la regulación bancaria— ha evolucionado hacia intermediación financiera no bancaria (IFNB), tras varios años de debate en diversos foros internacionales, con lo que se evita la connotación negativa del primer término. Dada su importancia sistémica, la cuantificación del tamaño de la IFNB y de los riesgos asociados para la estabilidad financiera se ha convertido en un objetivo crucial de muchos organismos, entre los que destacan la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB, por sus siglas en inglés) o el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB).

Distribución de otros intermediarios financieros (OIF)

GRÁFICO R4.1



Fuente: Elaboración propia con datos del BCE.

El volumen de activos del sistema financiero español se situaba en 4,7 billones de euros en 2017, aproximadamente 4 veces el PIB, concentrando las entidades bancarias algo menos del 60% del total. A distancia se situaban las denominadas OIF (otras instituciones financieras), con más de un 17% del total. En los primeros años del análisis de la banca en la sombra (y en algunos actuales), los activos de las OIF se tomaban como aproximación de la IFNB en un sentido amplio (*broad measure*). Sin embargo, los análisis posteriores empezaron a seleccionar ciertos tipos de entidades dentro de las OIF que podían considerarse parte de la IFNB. Entre ellas destacan los fondos de inversión, los vehículos de propósito especial para la titulización (SFV, por sus siglas en

inglés), las sociedades de valores y los establecimientos financieros de crédito. Las entidades que forman parte de las OIF pero no de la IFNB son las instituciones financieras con actividad limitada y prestamistas de dinero (las más importantes por su volumen de activos), los fondos y las sociedades de inversión inmobiliaria (REIT, por sus siglas en inglés), y otras entidades de tamaño relativamente pequeño².

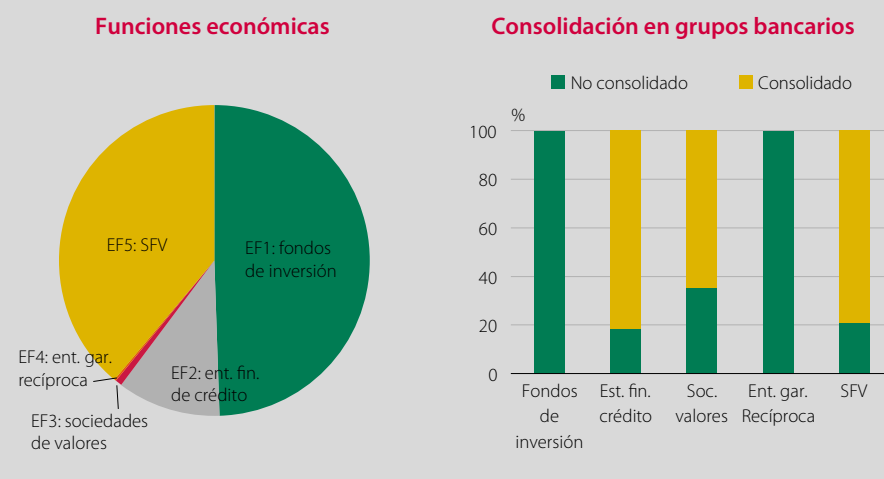
Tras varios años de crecimiento significativo, los activos de las OIF alcanzaron su nivel máximo en el periodo 2007-2010, cuando superaron el billón de euros (véase panel derecho del gráfico R4.1). Entre 2010 y 2013 sus activos sufrieron un descenso (explicado, sobre todo, por las titulizaciones) y desde entonces se han mantenido estables, aunque se ha producido una cierta recomposición (menor relevancia de las titulizaciones y mayor de los fondos de inversión). En la zona del euro, en cambio, las OIF han venido experimentando un crecimiento positivo desde 2011, con una expansión acumulada hasta 2017 del 17%.

El FSB desarrolló en 2013 un marco basado en cinco funciones económicas para identificar y clasificar las entidades pertenecientes a la entonces llamada banca en la sombra. Con ello, se pretendía que las autoridades competentes categorizaran las entidades financieras no bancarias no tanto por su forma legal, sino más bien por el tipo de actividad que desarrollan; de esta forma, se conseguiría una coherencia internacional a la hora de identificar los riesgos asociados a la IFNB. De acuerdo con esta clasificación, las entidades que pertenecen a la IFNB en España son las siguientes:

- **Función económica 1 (EF1):** fondos de inversión cuyas características los hacen susceptibles a reembolsos masivos. Se han incluido en esta categoría los fondos de renta fija, los fondos mixtos, los fondos monetarios, los fondos de inversión libre y las SICAV.
- **Función económica 2 (EF2):** concesión de préstamos dependientes de financiación a corto plazo. En el caso español, la conforman los establecimientos financieros de crédito, las plataformas de financiación participativa (PFP) y los vehículos que en los últimos años están realizando la denominada actividad de *direct lending*³.
- **Función económica 3 (EF3):** intermediación en actividades del mercado dependientes de financiación a corto plazo o financiación garantizada. Está compuesta por las sociedades de valores.
- **Función económica 4 (EF4):** entidades que realizan una actividad de «facilitación» a la creación de crédito. En España pertenecen a esta clase de entidades las sociedades de garantía recíproca.
- **Función económica 5 (EF5):** intermediación crediticia basada en la titulación para la financiación de entidades financieras. Se incluyen los vehículos de propósito especial (SFV, por sus siglas en inglés), cuyo objeto es la titulización de activos.

De acuerdo con esta clasificación, los activos de la IFNB en España a finales de 2017 en su definición amplia —es decir, sin eliminar los que consolidan en grupos bancarios— ascendían a 531.922 millones de euros, un 1,9% más que en 2016. Una vez eliminada la fracción que consolida en los bancos, la cifra de IFNB se sitúa en 319.077 millones de euros, lo que supone un 6,8% del sistema financiero nacional y un 39,6% del subsector OIF. Las entidades pertenecientes a la EF1 y EF5 son las que tienen un mayor peso en el total, con un 49,5% y un 38,9%, respectivamente (véase panel izquierdo del gráfico R4.2), situándose a continuación los establecimientos financieros de crédito EF2, con un 10,8% del total. Sin embargo, si se deducen las entidades que consolidan en los bancos, estos valores cambian de forma significativa. Así, los fondos de inversión, en los que no existe consolidación, ganan en importancia relativa, hasta el 82,5% del total de la IFNB, mientras que los vehículos de titulización y los establecimientos financieros de crédito, en los que dicha consolidación en bancos es muy relevante (véase panel derecho del gráfico R4.2), su peso relativo desciende hasta el 13,5% y el 3,3% de la IFNB, respectivamente.

Distribución de la intermediación financiera no bancaria. 2017 GRÁFICO R4.2



Fuente: Elaboración propia con datos del BCE.

Para identificar y realizar un seguimiento de los riesgos potenciales asociados a la IFNB, se han calculado indicadores que tratan de cuantificar el riesgo de crédito, la transformación de vencimientos, el riesgo de liquidez y el apalancamiento de las entidades cuya actividad es más significativa (los fondos de inversión⁴, los establecimientos financieros de crédito, las sociedades de valores y los SFV)⁵. El cuadro R4.1 recoge una representación de la intensidad de los riesgos analizados en función de: i) el resultado de un indicador relevante para cada uno de los riesgos y tipos de entidad y ii) la posición del valor de este indicador en relación con algunos umbrales previamente determinados. Como se puede observar, los riesgos más importantes asociados a los fondos de inversión españoles son el riesgo de crédito —ya que, por su propia naturaleza, estos fondos muestran un porcentaje elevado de activos crediticios en sus carteras (excepto los fondos mixtos)— y el riesgo de liquidez, que se encuentra en un nivel medio y en ascenso en las tres vocaciones analizadas.

En los fondos de titulización, tan solo el riesgo de transformación de vencimientos está en un nivel moderado, situándose el resto en un nivel alto. Sin embargo, algunos de estos niveles altos se producen por el propio modelo de negocio de la entidad. Este es el caso, por ejemplo, del riesgo de crédito, que será siempre elevado en la medida en que el activo de los SFV está formado por los créditos traspasados por la entidad originadora o cedente, o del apalancamiento (tal y como se ha definido de forma homogénea entre entidades), que también será alto, puesto que estas instituciones no tienen fondos propios.

En el caso de los establecimientos financieros de crédito, el riesgo de crédito es elevado, ya que alrededor del 90% de los activos financieros corresponde a créditos concedidos, y también lo es el riesgo de liquidez. En las sociedades de valores, por su parte, se observa que a finales de 2017 el riesgo de crédito era alto (por encima del 80%), el nivel de apalancamiento era moderado y el riesgo de liquidez y el de transformación de vencimientos estaban en un nivel bajo.

Riesgos asociados a la IFNB (2017)¹

CUADRO R4.1

	Fondos de inversión			Establecimientos financieros de crédito	Sociedades de valores	SFV: titulización
	Monetarios	Renta fija	Mixtos			
Riesgo de crédito	●	●	○	●	●	●
Transformación de vencimientos	○	○	○	○	○	○
Riesgo de liquidez	●	●	●	●	○	●
Apalancamiento	○	○	○	●	○	●
Interconectividad con el sist. bancario	○	○	○	○	○	●
Importancia relativa (%)	1,3	13,0	28,7	10,8	0,7	38,9

Fuente: CNMV. (1) La ausencia de color apunta a la presencia de un riesgo bajo, mientras que los colores morados informan de un riesgo moderado, medio y alto en función de la intensidad del color (claro, medio y fuerte).

- 1 Este recuadro es un resumen del informe «La intermediación financiera no bancaria» elaborado por Anna Isperto y publicado en el *Boletín trimestral de la CNMV* correspondiente al primer trimestre de 2019.
- 2 En el epígrafe «Otras» se encuentran las cámaras de contrapartida central (CCP, por sus siglas en inglés), la SAREB (Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria) y las entidades de capital riesgo (aunque sus inversiones en préstamos se podrían incluir en la EF2).
- 3 El *direct lending* se refiere a los préstamos o créditos que se están concediendo a empresas, generalmente de tamaño mediano o pequeño, por parte, entre otros, de vehículos de inversión colectiva de tipo cerrado.
- 4 Se analizan por separado los riesgos asociados a los fondos monetarios, fondos de renta fija y fondos mixtos.
- 5 Las entidades de garantía recíproca no se incluyen, ya que su dimensión en el sector es inferior al 0,5%.

3.1.4 IIC inmobiliarias

Las instituciones de inversión colectiva inmobiliarias han experimentado, desde los momentos más agudos de la crisis financiera, una continua e incesante reducción tanto del patrimonio gestionado como del número de partícipes, por lo que se puede considerar que es en la actualidad un subsector irrelevante dentro de la inversión colectiva, con una gestión de alrededor de 1.000 millones de euros, habiendo llegado a gestionar más de 9.500 millones a mediados del año 2007. Desde hace algunos años el negocio relacionado con el sector inmobiliario se realiza mediante las sociedades anónimas cotizadas de inversión inmobiliaria (SOCIMI), que son la adaptación española a la figura de los vehículos de inversiones inmobiliarias (REIT) existentes en otros países¹.

En 2018 no se produjeron apenas movimientos en el registro de IIC inmobiliarias de la CNMV, con tan solo una baja de un fondo de inversión inmobiliaria (FII), cuyo número había permanecido constante desde enero de 2015. De esta forma, el número de entidades a final de año era de seis: dos FII y cuatro sociedades de inversión inmobiliaria (SII). Cabe mencionar, no obstante, que estos dos FII que todavía permanecen operativos informaron en 2011 y 2015 a la CNMV de que estaban iniciando un proceso de liquidación.

Con la baja del FII anteriormente mencionada, el patrimonio de estos vehículos experimentó un retroceso del 14,1% a lo largo de 2018, hasta los 309,4 millones de euros, mientras que el número de partícipes se contrajo un 56,0% para situarse en 483. La rentabilidad de estos fondos, por primera vez desde que comenzó la crisis, dejó el terreno negativo y se situó en el 0,25% anual, como consecuencia de la revalorización del primer trimestre, ya que en los siguientes 9 meses del año la rentabilidad fue prácticamente nula. Estas cifras, no obstante, no se acercan —al menos todavía— a las del sector inmobiliario, que se ha recuperado con fuerza durante los últimos años.

El número de sociedades de inversión inmobiliaria (SII), por su parte, ha permanecido constante desde el tercer trimestre de 2017, por lo que a finales de 2018 había un total de cuatro entidades. Su patrimonio total se incrementó un 18,6%, hasta situarse en 749 millones de euros, mientras que el número de accionistas pasó de 327 a 425. Este hecho tuvo su origen en la última sociedad dada de alta en 2017, que, en el plazo legal establecido, incrementó su número de partícipes desde 1 hasta 100 (el mínimo legal).

3.1.5 IIC extranjeras comercializadas en España

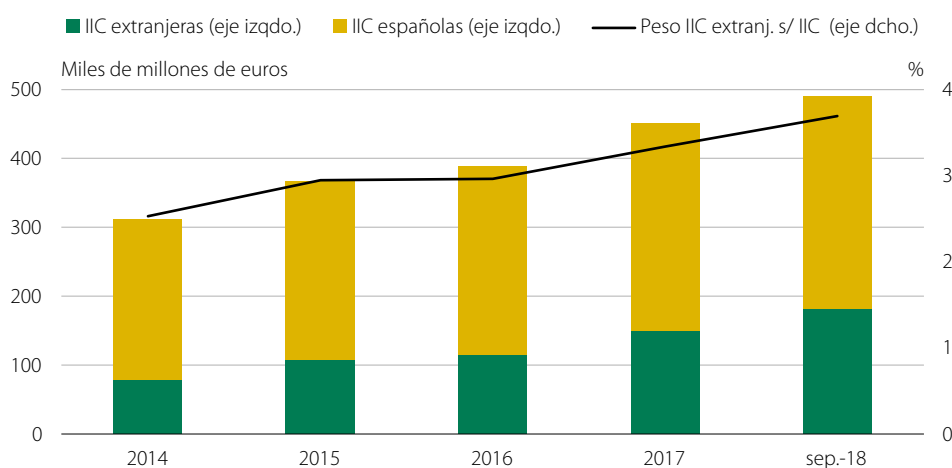
El volumen de inversión de las IIC extranjeras comercializadas en España no ha dejado de aumentar durante los últimos años, como puede observarse en el gráfico

1 Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario. Las SOCIMI se caracterizan por tener un régimen fiscal específico que las exime de pagar el impuesto de sociedades y les permite gozar de una bonificación del 95% en el impuesto de transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados. Como contrapartida, tienen la obligación de distribuir el 80% de los beneficios obtenidos por las rentas de los alquileres y el 50% de los generados por la venta de activos. Su actividad se centra en el desarrollo, la rehabilitación y la explotación de inmuebles en alquiler, la tenencia de participaciones en otras SOCIMI y el desarrollo de actividades inmobiliarias accesorias. Asimismo, deben contar con un capital mínimo de cinco millones de euros y cotizar en un mercado regulado o sistema multilateral de negociación como el MAB.

3.1.2. De hecho, desde mediados de 2012 hasta finales de 2017 esta cifra se quintuplicó. Como se observa en dicho gráfico, a lo largo del ejercicio pasado la inversión volvió a crecer con fuerza, hasta situarse por encima de los 180.000 millones de euros a finales de septiembre. No obstante, cabe mencionar que este último dato podría no ser del todo comparable con la información publicada hasta diciembre de 2017, ya que con la entrada en vigor de la Circular 2/2017, de 25 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores las entidades obligadas a la remisión de información estadística han aumentado (véase recuadro inferior). Este importe era equivalente al 36,9% del patrimonio total de las IIC comercializadas en nuestro país, 6 puntos porcentuales más que en 2017.

Patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España¹

GRÁFICO 3.1.2



Fuente: CNMV. (1) A partir del primer trimestre de 2018 los datos de partícipes y volumen de inversión se estiman con los datos recibidos hasta el momento: el 99,2% de las entidades obligadas en el primer trimestre, el 95,5% en el segundo y el 93,9% en el tercero.

En línea con la tendencia de los últimos años, el número de IIC extranjeras registradas en la CNMV aumentó durante 2018 en 11 entidades, por lo que al cierre del ejercicio había un total de 1.024 vehículos de este tipo (429 fondos y 595 sociedades). Este incremento se debió exclusivamente al elevado número de altas producidas en las sociedades de inversión, ya que el número de fondos se redujo en 26. La mayor parte de las altas correspondieron, como en los ejercicios previos, a vehículos procedentes de Luxemburgo e Irlanda, con 18 y 16 más, respectivamente. Por el contrario, el número de vehículos franceses con inversores en nuestro país registró un descenso de 29 (véase anexo estadístico II.5).

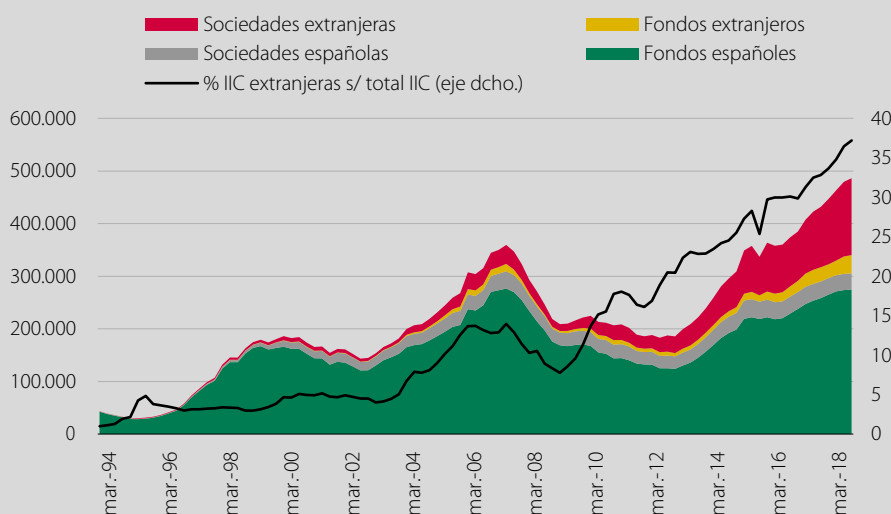
Nueva Circular sobre IIC extranjeras

RECUADRO 5

La Circular 2/2011, de 9 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre información de las instituciones de inversión colectiva extranjeras inscritas en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores regula la información que las IIC extranjeras que se comercializan en España han de remitir a la CNMV y a socios y partícipes. Además, establece el estado estadístico que, con carácter trimestral, también deben enviar a la CNMV. En los últimos años, varias circunstancias han aconsejado una modificación de

esta circular. Por una parte, existían ciertas dudas en relación con la certeza de disponer de toda la información que la CNMV precisa y, por otra parte, también surgió la necesidad de contar con información sobre las IIC no armonizadas, algo que no contemplaba la normativa, todo ello en un contexto de fuerte crecimiento de la comercialización transfronteriza de productos de inversión colectiva. En los últimos diez años, el patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España ha pasado desde cifras cercanas a los 20.000 millones de euros (un 8% del patrimonio total de las IIC) hasta un importe superior a los 180.000 millones (un 35% de ese patrimonio) (véase gráfico R5.1).

Patrimonio IIC españolas y extranjeras comercializadas¹ en España GRÁFICO R5.1



Fuente: CNMV. (1) El envío de los datos es obligatorio para todas las combinaciones «comercializador-IIC», haya comercializado o no en el trimestre.

En consecuencia, se adoptó la Circular 2/2017, de 25 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular 2/2011, de 9 de junio, sobre información de las instituciones de inversión colectiva extranjeras inscritas en los Registros de la CNMV. Según esta modificación, para cada combinación «comercializador-IIC», armonizada o no armonizada, se establece la obligación de recabar, además de los datos requeridos en la circular original, los siguientes:

- **Datos identificativos:** ISIN, denominación del compartimento, denominación de la gestora, denominación del depositario, LEI de la IIC, LEI del compartimento, LEI de la gestora, LEI del depositario, LEI de la IIC principal, país de la gestora, país del depositario y país de la IIC principal.
- **Otras variables cualitativas:** ETF (sí/no), autogestionada (sí/no), subordinada (sí/no), fondo de fondos (sí/no), vocación inversora de la IIC (SEC2010) y vocación inversora (SEC2010) de la IIC principal en el caso de ser subordinada.
- **Variables cuantitativas:** valor liquidativo de final del trimestre anterior y del trimestre actual, porcentajes de comisión de gestión (sobre patrimonio, sobre resultados o mixta), de depositaría, de suscripción y de

reembolso efectivamente cobrados, desglose de partícipes/accionistas en personas físicas y personas jurídicas, desglose de volumen de inversión en personas físicas y personas jurídicas (con detalle del volumen correspondiente a otros comercializadores) e importe comercializado que procede o va a otro comercializador de la IIC en España.

La granularidad de la información requerida a las IIC extranjeras, junto con la ampliación del espectro de instituciones requeridas para aportar información, hacen que la recepción y el tratamiento de datos estadísticos continúen en proceso. Sin embargo, cuando este finalice, la CNMV dispondrá de una información muy útil que servirá tanto a sus tareas de supervisión como a los trabajos de análisis del sector e identificación de riesgos. Los últimos datos disponibles, referidos solamente a UCITS, se corresponden al tercer trimestre de 2018 y se han obtenido con la información proporcionada por el 93,9% de las entidades obligadas. Estos datos revelan que el volumen de inversión de las sociedades de inversión extranjeras se situó en 146.000 millones de euros, mientras que el de los fondos era algo inferior a los 35.000 millones. Por su parte, el número de inversores superaba los 3,03 millones, repartidos en 2,44 millones en las sociedades y 593.000 en los fondos de inversión. El número de IIC comercializadas en España era superior a 1.000 (el 57% eran sociedades y el 43%, fondos).

3.1.6 Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC)

A finales de 2018 había un total de 119 sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) registradas en la CNMV, 10 más que al cierre de 2017, tras haberse producido 11 altas y 1 baja (véase anexo estadístico II.6). Esta tendencia prolonga la expansión que comenzó en 2014. El patrimonio gestionado por estas entidades se contrajo un 3,2%, hasta situarse ligeramente por encima de los 290.000 millones de euros, mostrándose en línea con la tendencia general del sector. Este retroceso se debió en gran medida al comportamiento negativo de los fondos de inversión mobiliarios, que representan casi el 90% del patrimonio total gestionado, con un descenso del 2,3%, seguido por las SICAV, cuya contracción patrimonial fue del 11,4%. El sector, por otra parte, siguió mostrando una elevada concentración: las 3 mayores gestoras mantenían, a finales de 2017, una cuota conjunta del 42% del patrimonio total, la misma cifra que en 2017.

A pesar de la disminución del patrimonio gestionado por estas instituciones, sus beneficios agregados antes de impuestos aumentaron un 47,8% con respecto a 2017, hasta los 1.115,4 millones de euros. Este avance se explica por el incremento de las comisiones netas, tanto por el aumento de las percibidas (7,2% hasta los 3.189 millones de euros) como por el descenso de las satisfechas (15,3% hasta los 1.487 millones). Dentro de los ingresos por comisiones, cabe señalar el significativo crecimiento de las comisiones incluidas en el epígrafe «Otras», concretamente las referidas a la gestión de carteras, que doblaron su importe. Por otra parte, las comisiones de gestión de IIC —que son, con diferencia, las más cuantiosas, con alrededor del 83% del total de las comisiones percibidas por las gestoras (casi el 90% en 2017)— permanecieron prácticamente estables (1,5 millones de euros más, hasta los 2.649 millones). Estas comisiones alcanzaron un importe total equivalente al 0,91% del patrimonio, por encima del 0,88% de finales de 2017 (véase cuadro 3.1.4).

Cuenta de pérdidas y ganancias de las SGIIC

CUADRO 3.1.4

Importes en miles de euros			
	2017	2018	Var. (%)
Margen de intereses	3.361	1.745	-48,1
Comisiones netas	1.219.956	1.702.106	39,5
Comisiones percibidas	2.975.368	3.188.844	7,2
Gestión de IIC	2.647.397	2.648.974	0,1
Suscripción y reembolso	21.555	11.386	-47,2
Otras	306.412	528.484	72,5
Comisiones satisfechas	1.755.412	1.486.738	-15,3
Resultado de inversiones financieras netas	12.362	216	-98,3
Rendimientos de instrumentos de capital	10.302	5.320	-48,4
Diferencias de cambio netas	-635	-270	-57,5
Otros productos y cargas de explotación netas	-479	23.210	-4.945,5
Margen bruto	1.244.867	1.732.326	39,2
Gastos de explotación	466.615	584.485	25,3
Personal	285.496	358.061	25,4
Generales	181.119	226.424	25,0
Amortizaciones y otras dotaciones netas	24.840	20.995	-15,5
Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	303	9.495	-
Resultado neto de explotación	753.109	1.117.351	48,4
Otras ganancias y pérdidas	1.455	-1.926	-232,4
Resultado antes de impuestos	754.564	1.115.425	47,8
Impuesto sobre beneficios	-204.655	-312.116	52,5
Resultado de actividades continuadas	549.909	803.309	46,1
Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-
Resultado neto del ejercicio	549.909	803.309	46,1

Fuente: CNMV.

Aunque hubo una mejora sustancial de los resultados del sector, el año cerró con 26 entidades en pérdidas, 7 más que en 2017, y su valor agregado aumentó un 85,9%, hasta los 12,3 millones de euros (véase cuadro 3.1.5).

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

CUADRO 3.1.5

Importes en miles de euros			
	Resultados antes de impuestos	N.º entidades en pérdidas	Importe de las pérdidas
2014	545.484	14	2.828
2015	626.446	11	3.526
2016	600.818	13	7.369
2017	754.562	19	6.630
2018	1.115.425	26	12.323

Fuente: CNMV.

3.1.7 Depositarios de IIC

Durante 2018 se redujo de forma sustancial el número de depositarios registrados en la CNMV, ya que se produjeron 17 bajas, por lo que al cierre del año había un total de 37. No obstante, todas las bajas producidas correspondieron a entidades que no venían ejerciendo de modo efectivo la actividad de depositaria de IIC y a las que se había dirigido la CNMV al objeto de que reconsideraran su permanencia en el registro. A finales de 2018 el número de depositarios operativos continuaba siendo de 24. De estos, los grupos bancarios mantienen un claro predominio en el sector. Así, el 94,8% del patrimonio total de las IIC estaba depositado en estos grupos al finalizar 2018, el mismo porcentaje que en 2017; de este un 10,7% correspondía a sucursales de entidades financieras extranjeras (11,8% en 2017), en su mayoría comunitarias. El 5,2% restante se repartía entre cooperativas de crédito, sociedades de valores y compañías de seguros.

3.2 Prestación de servicios de inversión

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

Con independencia del tipo de entidad, si se atiende al modelo de negocio de estas entidades y a su vinculación con los bancos comerciales tradicionales se puede deducir que cerca del 70% del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión en sentido amplio² (medido a través de las comisiones percibidas) lo desarrollan bancarios comerciales o entidades que consolidan sus cuentas en ellos (sociedades de valores o SGIIC pertenecientes a sus grupos) y que el resto corresponde a entidades o grupos cuya actividad no está relacionada mayoritariamente con la banca comercial. Entre estas últimas destacan, a la vista de la relevancia de los ingresos que perciben por esta actividad (véase epígrafe 3.2.3), algunos bancos que están especializados en la prestación de servicios de inversión.

En esta sección se presenta con detalle la evolución de la actividad y la situación económico-financiera de las entidades cuya supervisión prudencial corresponde a la CNMV³. También se examina con cierta atención la actividad de las entidades de crédito que prestan servicios de inversión y, por lo tanto, están sometidas también a la supervisión de la CNMV en lo que respecta al cumplimiento de las normas de conducta en el mercado y en su relación con los clientes. En este último caso, la

2 Incluida la actividad de gestión de IIC.

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

CNMV no desarrolla una actividad de supervisión integral de las entidades —que incluya solvencia y normas de conducta—, como en el caso de las empresas de servicios de inversión (ESI) o las SGIIC (véase epígrafe 3.1).

La actividad de las sociedades y agencias de valores en 2018 disminuyó en comparación con la de ejercicios anteriores, especialmente la de las primeras. Los resultados de ambos tipos de entidades vinieron marcados por el cambio de modelo de negocio que, de forma paulatina, están experimentando, en especial las sociedades de valores. Tradicionalmente, las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes eran la principal fuente de ingresos para las agencias y las sociedades de valores. Sin embargo, el desplazamiento de la actividad de las sociedades de valores pertenecientes a entidades de crédito a sus matrices y el traslado de una parte de la negociación de valores admitidos a cotización en las bolsas españolas hacia plataformas de negociación radicadas en otros países europeos (véase sección 2.1) han motivado que el peso de esta partida haya sido menor en los últimos ejercicios. Hay que señalar que 2018 fue además un ejercicio en el que las sociedades de valores vieron disminuir sus ingresos en todas las partidas, salvo en la de comisiones por asesoramiento en materia de inversión. Por su parte, las agencias de valores aumentaron sus ingresos, liderados por el incremento de las comisiones por asesoramiento en materia de inversión y por gestión de carteras. En ambos casos el aumento de los ingresos vinculados al servicio de asesoramiento en materia de inversión podría estar relacionado con la puesta en marcha de MiFID II.

El descenso de los ingresos de las sociedades de valores se tradujo en un menor margen bruto agregado del sector en comparación con el del año anterior. La caída de la actividad del sector también se vio reflejada en unos gastos de explotación inferiores, sobre todo de las sociedades. A pesar de esos menores gastos, en el cómputo total los resultados antes de impuestos del sector se vieron reducidos en comparación con los registrados en el ejercicio anterior. En conjunto, dicho resultado descendió un 34,0% con respecto a 2017 (34,5% para las sociedades de valores y 25,2% para las agencias).

Un número elevado de entidades (39 de 91) cerraron el ejercicio con pérdidas (18 sociedades de valores y 21 agencias). El importe agregado de las pérdidas aumentó en más de un 70% con respecto al año anterior. En el caso de las sociedades de valores, las pérdidas casi se doblaron. La combinación de unos peores resultados agregados y de una cantidad relevante de entidades en pérdidas es el reflejo de un proceso de ajuste notable en el sector, que se deriva del desplazamiento de parte del negocio a las entidades de crédito y del proceso de reorientación del negocio desde los servicios de inversión tradicionales hacia otros servicios de inversión, que por el momento no son igual de rentables. En cualquier caso, el sector siguió gozando de un amplio margen de cobertura en relación con los recursos propios exigidos por la normativa, si bien para un número importante de estas entidades la holgura real que proporciona el exceso de recursos propios sobre los exigibles es reducida, al tratarse de importes poco significativos en términos absolutos.

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

Con respecto a las sociedades gestoras de cartera, al cierre de 2018 una sola entidad estaba registrada en la CNMV, la misma que al finalizar 2017. Esto no quiere decir que en los últimos años no se hayan creado entidades cuyo principal modelo de

negocio sea la gestión de carteras de clientes, sino que estas han preferido ejercer su actividad como agencias de valores. Los requisitos para constituir una sociedad gestora de cartera o una agencia de valores con un programa de actividades parecido no son muy diferentes, lo que favorece la creación de agencias por su flexibilidad a la hora de decidir prestar progresivamente otros servicios de inversión.

3.2.1 Entidades de crédito

El número de entidades de crédito nacionales (bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito) registradas en la CNMV para la prestación de servicios de inversión ascendía a 114 a finales de 2018, 8 menos que en 2017. Este descenso guarda relación con el efecto de consolidación derivado del proceso de reorganización del sector bancario a raíz de la crisis financiera. En cuanto a las entidades de crédito extranjeras en disposición de prestar servicios de inversión en España, su número total al cierre del ejercicio se situaba en 467, una menos que el año anterior. De ellas, 412 entidades operaban en régimen de libre prestación de servicios y 56 a través de sucursales. Casi todas estas entidades procedían de otros Estados miembros de la Unión Europea (461 entidades, véase anexo estadístico II.12).

El cuadro 3.2.1 muestra los ingresos de las entidades de crédito por la prestación de servicios de valores y por la comercialización de fondos de inversión y otros productos financieros no bancarios. Es importante señalar que en 2017 se produjo una modificación contable que afectó a los estados de carácter reservado que las entidades de crédito remiten al Banco de España. Se debieron adaptar a los criterios de elaboración, terminología, definiciones y formatos de los estados FINREP (FINancial REPorting) de la Unión Europea⁴. Este cambio contable hace que la comparación de los datos sobre los ingresos por comisiones bancarias del año 2016 con los de 2017 y 2018 se realice sobre una base no homogénea.

En cualquier caso, debe destacarse el aumento en las comisiones que las entidades de crédito percibieron por servicios relacionados con valores, en particular por la gestión de patrimonio de terceros vinculado a la puesta en marcha de MiFID II. En cambio, se observa un descenso significativo en los ingresos por compraventa de valores, lo que puede estar relacionado con el hecho de que una parte relevante de la negociación sobre valores españoles tiene lugar en mercados extranjeros. En cambio, los ingresos percibidos por la comercialización de productos no bancarios descendieron (un 2,6%), observándose diferencias entre los distintos productos, con avances en los ingresos por comercialización de seguros y disminuciones en los percibidos por la de fondos de inversión y de pensiones. El peso conjunto de los ingresos por prestación de servicios sobre valores y por comercialización de fondos de inversión en el total de las comisiones percibidas por estas entidades se redujo desde el 26,1% en 2017 hasta el 24,5% en 2018.

4 El reglamento europeo para la elaboración de la información financiera supervisora se conoce como FINREP (Reglamento de Ejecución (UE) n.º 680/2014 de la Comisión, de 16 de abril, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en relación con la comunicación de información con fines de supervisión por parte de las entidades, de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013).

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

CUADRO 3.2.1

Importes en millones de euros

	2015	2016	2017	2018	% s/ total comisiones EE. CC. ¹
Por servicios en valores	1.476	1.334	1.436	1.575	10,6
Aseguramiento y colocación de valores	218	190	231	187	1,3
Compraventa de valores	488	410	457	367	2,5
Administración y custodia	632	596	551	562	3,8
Gestión de patrimonio	138	138	197	459	3,1
Por comercialización de productos financieros no bancarios	4.211	4.389	4.380	4.268	28,6
Fondos de inversión	2.296	2.187	2.290	2.074 ¹	13,9
Fondos de pensiones	458	520	498	492 ¹	3,3
Seguros	1.224	1.446	1.330	1.507	10,1
Otros	236	236	262	195	1,3
Pro memoria:					
Por servicios de valores y comercialización de fondos de inversión	3.772	3.521	3.726	3.649	24,5
Ingresos totales por comisiones	13.617	13.486	14.295	14.924	100,0

Fuente: Banco de España. En 2017 se han modificado los estados de carácter reservado que las entidades de crédito remiten al Banco de España, debido a la adaptación a los criterios de elaboración, terminología, definiciones y formatos de los estados FINREP de la Unión Europea. (1) Datos estimados.

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

Como se puede observar en el cuadro 3.2.2, las entidades de crédito incluso superan con amplia holgura a las sociedades y agencias de valores en los servicios de tramitación o ejecución de órdenes de compraventa de valores, segmento en el que las empresas de servicios de inversión mostraron durante muchos años una participación mayoritaria en las comisiones. Desde 2013 esta tendencia cambió y en los últimos años las entidades de crédito han ganado de forma progresiva cuota de mercado en este segmento, hasta alcanzar casi dos tercios del mismo.

Comisiones percibidas por servicios de inversión. 2018

CUADRO 3.2.2

Importes en millones de euros

	Sociedades y agencias de valores ¹	Entidades de crédito (EE. CC.)	Total	% EE. CC./total
Total servicios de inversión	385	3.649	4.033	90,5
Colocación y aseguramiento	12	187	199	94,0
Compraventa de valores	180	367	547	67,1
Gestión de patrimonios	29	459	488	94,1
Administración y custodia	44	562	606	92,7
Comercialización fondos de inversión	119	2.074 ²	2.193	94,6

Fuente: CNMV y Banco de España. (1) Incluye sociedades gestoras de cartera. (2) No está disponible la desagregación entre comercialización de fondos de inversión y de fondos de pensiones.

3.2.2 Empresas de servicios de inversión⁵

3.2.2.1 Sociedades y agencias de valores

Autorización y registro

A finales de 2018, estaban registradas en la CNMV un total de 91 sociedades y agencias de valores, 2 más que a finales de 2017. Este aumento en el número de entidades parece confirmar el final de la tendencia negativa del sector, que fue consecuencia del importante proceso de ajuste de los últimos años (en 2008 había un total de 101 sociedades y agencias de valores). Aunque los grupos bancarios siguen con los procesos de integración de sus agencias y sociedades de valores en el banco matriz, el número de altas de entidades independientes compensó con creces las bajas. Este hecho pone de manifiesto cómo el sector se está transformando hacia una mayor presencia de entidades independientes que prestan servicios de inversión distintos de la recepción y transmisión de órdenes y su posterior ejecución.

En total, 39 entidades cerraron 2018 con pérdidas, 19 más que en 2017. En cuanto al volumen agregado de las pérdidas, estas fueron notablemente superiores tanto para las sociedades como para las agencias de valores. En el caso de las primeras, las pérdidas casi se doblaron, mientras que para las agencias el aumento fue del 37,7% (véanse cuadros 3.2.5 y 3.2.7).

Como se puede apreciar en el cuadro 3.2.3, en 2018 se produjeron siete altas y cinco bajas. De las primeras, seis correspondieron a entidades independientes y la restante pertenece a una empresa del sector asegurador. Respecto a las bajas, tres de las registradas correspondieron a sociedades de valores que se integraron en su matriz bancaria. Las otras dos bajas de entidades fueron de agencias de valores independientes, de las cuales una de ellas se convirtió en una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva (véase anexo estadístico II.8).

Por su parte, durante 2018 no se produjo ninguna actividad corporativa que generara un cambio de control entre las agencias y sociedades de valores (véase anexo estadístico II.9). En cambio, sí se produjo un cambio significativo en el número de representantes utilizados por las empresas de servicios de inversión: este pasó de 6.208 a finales del ejercicio 2017 a 2.441 a finales del ejercicio 2018.

Como es habitual, la mayoría de las sociedades y agencias de valores que utilizan el pasaporte comunitario para operar en otros países de la Unión Europea lo hacen bajo la modalidad de libre prestación de servicios. En concreto, a finales de 2018, 48 entidades se encontraban bajo este régimen (2 más que el año anterior, véase anexo estadístico II.10), mientras que 7 entidades españolas mantenían sucursales en otros países. Esta cifra es la misma que la del cierre de 2017, aunque se apreció un aumento del número de países europeos donde estas entidades operan (Francia, Países Bajos y Suecia se añadieron a la lista).

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

Altas y bajas en el registro de entidades

CUADRO 3.2.3

Tipo de entidad	Entidades a 31/12/17	Altas	Bajas	Entidades a 31/12/18
Entidades nacionales	89	7	5	91
Sociedades de valores	41	1	3	39
Agencias de valores	48	6	2	52
Entidades extranjeras	2.869	215	82	3.002
Con sucursal	53	11	3	61
En libre prestación de servicios	2.816	204	79	2.941
Pro memoria:				
Representantes	6.208	351	4.118	2.441

Fuente: CNMV.

Como se indica en el cuadro 3.2.3, en 2018 un total de 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 esa actividad fue de 82. La mayoría de estas comunicaciones, tanto de altas como de bajas, correspondió a entidades acogidas al régimen de libre prestación de servicios, cuyo número aumentó hasta 2.941, por encima de las 2.816 de 2017. La mayor parte de estas entidades estaban autorizadas en el Reino Unido y Chipre. A su vez, el número de entidades extranjeras con sucursal pasó de 53 a 61, de las que la mitad estaban radicadas en el Reino Unido, país sumido en el proceso de salida de la Unión Europea conocido como *brexít* (véase anexo estadístico II.7).

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

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

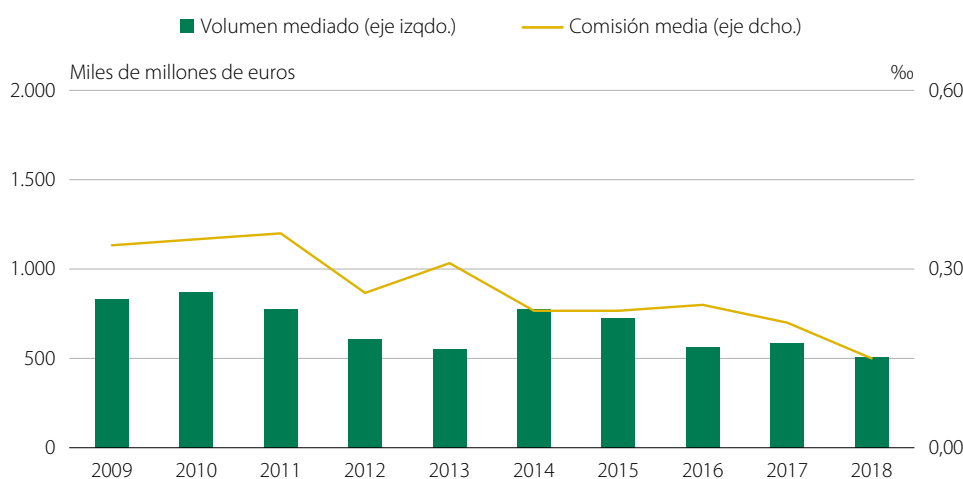
Resultados

Las sociedades y agencias de valores obtuvieron en 2018 un resultado conjunto antes de impuestos de 115,9 millones de euros, lo que supuso un descenso del 34,0% con respecto al año anterior. La caída fue algo más acusada en las sociedades de valores (34,5%) que en las agencias de valores (25,2%). Una parte del descenso se debió a la baja de tres sociedades de valores que pertenecían a entidades de crédito. Sin embargo, la evolución del resto de las entidades tampoco fue favorable ya que, descontando las cifras de las tres citadas sociedades de valores que causaron baja, los beneficios antes de impuestos disminuyeron un 28,2%, desde los 155,4 millones registrados en 2017 hasta a los 111,5 millones en 2018.

Como se aprecia en el cuadro 3.2.4, las sociedades de valores experimentaron una notable reducción de sus ingresos con respecto al año anterior. A ello contribuyeron todas las partidas salvo la de margen de intereses, la cual aumentó de forma significativa. Destaca, en particular y debido a su importancia, la caída de los ingresos por comisiones netas (-26,4%), que hizo que esta partida pasara a representar el 71,5% de los ingresos de este tipo de entidades (81,1% en 2017). Esta evolución se explica por la disminución, sobre todo, de las comisiones percibidas por tramitación y ejecución de órdenes, comercialización de IIC y gestión de carteras. También cabe destacar el descenso experimentado en la partida de resultados de inversiones financieras (-38,0%).

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 proceden fundamentalmente de la mediación en los mercados de renta variable nacional. Hay que destacar, como se ha comentado anteriormente, que los ingresos por esta partida disminuyeron un 26,3% con respecto al año anterior. De nuevo, una parte de este descenso se debe a la baja de dos sociedades de valores que pertenecían a entidades de crédito y cuya principal actividad era la intermediación en la negociación. Los volúmenes mediados en estos mercados se vieron reducidos en el último ejercicio, en línea con el descenso de la contratación bursátil en los mercados españoles (véase sección 1.2) y el mayor peso en la intermediación de valores de las entidades de crédito. Por su parte, la comisión media en concepto de corretaje experimentó un notable descenso. La combinación de ambos factores provocó la disminución de los ingresos ya mencionada (véase gráfico 3.2.1).

Sociedades de valores miembros de bolsa: volumen mediado y comisión efectiva media en renta variable en bolsas reguladas españolas GRÁFICO 3.2.1



Fuente: CNMV.

En cuanto al resto de comisiones, resulta particularmente significativo el descenso de las percibidas por comercialización de IIC (-33,4%) y por gestión de carteras (-72,8%). Por el lado positivo, se registraron aumentos en las comisiones por depósito y anotación de valores y por asesoramiento en materia de inversión. En el caso de estas últimas, el ascenso fue notable (72,1%) y podría estar vinculado a la puesta en marcha de MiFID II. También podría estar relacionado con ello el hecho de que las comisiones satisfechas a otras entidades también descendieron de forma destacada —un 19,4% con respecto al año anterior, en línea con una menor actividad del sector— y supusieron el 28,6% de las comisiones percibidas.

Por su parte, los gastos de explotación de las sociedades de valores volvieron a descender (-7,7%). Esta tendencia se explica tanto por la prolongación del ajuste de los gastos de estas entidades, que comenzó a raíz de la crisis para adaptarse a los cambios en los mercados financieros, como por la menor presencia de sociedades vinculadas a entidades de crédito, las cuales tenían un tamaño apreciable.

Respecto a los gastos por amortizaciones y otras dotaciones, estos aumentaron de forma considerable (52,9%). El descenso del margen bruto se compensó en parte con unos menores gastos. Sin embargo, la disminución de los gastos no pudo evitar un descenso del resultado de explotación (-40,9%), que pasó de 145,4 millones de euros en 2017 a 85,8 millones en 2018. El resultado antes de impuestos cayó un 34,5% y se situó en 103,8 millones de euros.

Cuenta de pérdidas y ganancias de las sociedades de valores¹

CUADRO 3.2.4

Importes en miles de euros

	2017	2018	% var. 18/17
Margen financiero	21.377	73.969	246,0
Comisiones netas	402.154	296.037	-26,4
Comisiones percibidas	549.298	414.595	-24,5
Tramitación y ejecución de órdenes	217.601	160.320	-26,3
Colocación y aseguramiento de emisiones	17.553	11.090	-36,8
Depósito y anotación de valores	38.200	42.958	12,5
Comercialización de IIC	83.354	55.483	-33,4
Gestión de carteras	49.720	13.505	-72,8
Asesoramiento en materia de inversión	5.555	9.562	72,1
Otras	137.315	121.677	-11,4
Comisiones satisfechas	147.144	118.558	-19,4
Resultado de inversiones financieras	43.725	27.088	-38,0
Diferencias de cambio netas	4.353	283	-93,5
Otros productos y cargas de explotación	24.154	16.331	-32,4
Margen bruto	495.763	413.708	-16,5
Gastos de explotación	342.176	315.951	-7,7
Personal	216.587	194.594	-10,1
Generales	125.589	121.357	-3,4
Amortizaciones y otras dotaciones	7.369	11.267	52,9
Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	854	653	-23,5
Resultado neto de explotación	145.364	85.837	-40,9
Otras ganancias y pérdidas	13.197	18.016	36,5
Resultado antes de impuestos	158.561	103.853	-34,5
Impuesto sobre beneficios	37.878	12.082	-68,1
Resultado de actividades continuadas	120.683	91.771	-24,0
Resultado de actividades interrumpidas	36.382	0	-100,0
Resultado neto del ejercicio	157.065	91.771	-41,6

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

La evolución de la cuenta de resultados agregada en los últimos años pone de manifiesto el proceso de cambio experimentado por el modelo de negocio de las

sociedades de valores. Su principal negocio tradicional, la intermediación en los mercados de valores, tiende a tener cada vez menos peso, mientras que las actividades de comercialización y de gestión y asesoramiento a terceros son cada vez más importantes en su cuenta de resultados. Es de destacar que, como puede observarse en el cuadro 3.2.4, la actividad de negociación por cuenta propia (*proprietary trading*) —muy importante para las empresas de servicios de inversión en la mayoría de países de nuestro entorno— es muy baja en nuestro país para las sociedades de valores.

Como ha venido sucediendo en los últimos años, un reducido número de sociedades generó la mayor parte de los beneficios de este subsector. En concreto, cuatro sociedades de valores acumularon el 92,1% del resultado agregado, lo que indica una mayor concentración que en años precedentes. Esto se debe a que el subsector de las sociedades de valores es cada vez más pequeño y a que las sociedades más grandes van ganando tamaño relativo. En general, las entidades con mayor tamaño tienden a ser cada vez más rentables, mientras que las entidades pequeñas encuentran mayores dificultades para ser viables.

El análisis por entidades revela que 18 sociedades de valores obtuvieron resultados negativos antes de impuestos, 11 más que al cierre de 2017 (véase cuadro 3.2.5). 8 de ellas ya habían registrado pérdidas en el ejercicio 2017. De estas 18 sociedades, 15 son entidades independientes, 2 pertenecen a entidades de crédito españolas y 1 a una entidad de crédito internacional. El importe acumulado de las pérdidas casi dobló al del año anterior, al pasar de 14,7 millones de euros en 2017 a 28,8 millones de euros en 2018.

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

CUADRO 3.2.5

Importes en miles de euros

	Resultados antes de impuestos (total) ¹	N.º de entidades en pérdidas	Importe de las pérdidas antes de impuestos
Sociedades de valores			
2015	192.776	8	-14.829
2016	181.194	7	-8.957
2017	158.561	7	-14.701
2018	103.853	18	-28.789

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

Las agencias de valores, por su parte, obtienen ingresos mayoritariamente de la prestación de servicios a terceros porque, a diferencia de las sociedades de valores, no pueden realizar actividades de inversión por cuenta propia. Una parte de las agencias obtiene el grueso de sus ingresos de la tramitación y ejecución de órdenes, pero la mayoría de ellas ha tendido a especializarse en determinados servicios como la comercialización de IIC o la gestión de carteras. Las entidades independientes predominan en este subsector (30 de un total de 52 agencias de valores), al contrario que en el caso de las sociedades de valores, que en su mayoría están controladas por un grupo financiero (solo 9 entidades de un total de 39 son independientes).

El resultado agregado antes de impuestos de las agencias de valores descendió un 25,2%, hasta situarse en 12,5 millones de euros. El deterioro de los resultados se debió al incremento de los gastos ordinarios de este tipo de entidades, fundamentalmente a los gastos de personal, que fue superior al aumento de los ingresos que se produjo en el ejercicio.

En términos netos las comisiones experimentaron un aumento del 13,0% con respecto al año anterior. En términos brutos (comisiones percibidas), destacaron por su cuantía los incrementos en las partidas de asesoramiento en materia de inversión (122,3% con respecto a 2017 y que podría guardar relación con la puesta en marcha de MiFID II), de comercialización de IIC (7,4%) y de gestión de carteras (23,4%). Estas partidas supusieron más del 67,0% de las comisiones percibidas. Entre los descensos más destacables estuvieron las comisiones por colocación y aseguramiento de emisiones (-67,3%) y otras comisiones (-12,8%).

Cuenta de pérdidas y ganancias de las agencias de valores¹

CUADRO 3.2.6

Importes en miles de euros

	2017	2018	% var. 18/17
Margen financiero	3.127	1.583	-49,4
Comisiones netas	120.194	135.782	13,0
Comisiones percibidas	142.323	156.624	10,0
Tramitación y ejecución de órdenes	20.459	20.018	-2,2
Colocación y aseguramiento de emisiones	3.427	1.120	-67,3
Depósito y anotación de valores	924	824	-10,8
Comercialización de IIC	59.398	63.821	7,4
Gestión de carteras	12.492	15.412	23,4
Asesoramiento en materia de inversión	11.572	25.725	122,3
Otras	34.051	29.704	-12,8
Comisiones satisfechas	22.129	20.842	-5,8
Resultado de inversiones financieras	1.139	-51	-
Diferencias de cambio netas	-578	85	-
Otros productos y cargas de explotación	-1.128	-364	67,7
Margen bruto	122.754	137.035	11,6
Gastos de explotación	103.052	121.611	18,0
Personal	66.372	82.237	23,9
Generales	36.680	39.374	7,3
Amortizaciones y otras dotaciones	2.783	3.381	21,5
Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	-10	12	-
Resultado neto de explotación	16.929	12.031	-28,9
Otras ganancias y pérdidas	-163	501	-
Resultado antes de impuestos	16.766	12.532	-25,2
Impuesto sobre beneficios	4.876	5.073	4,0
Resultado de actividades continuadas	11.890	7.459	-37,3
Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-
Resultado neto del ejercicio	11.890	7.459	-37,3

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

La mayor actividad de las agencias de valores en varias de sus líneas de negocio no se tradujo en este caso en un incremento de las comisiones satisfechas a terceros, pues estas descendieron un 5,8%. El margen bruto agregado reflejó el mejor comportamiento de los ingresos netos por servicios, al incrementarse en un 11,6%.

Por su parte, los gastos de explotación aumentaron de forma notable, un 18,0% con respecto al año anterior. Dentro de estos gastos, los de personal se incrementaron un 23,9% y los gastos generales experimentaron un ascenso del 7,3%. El incremento de los gastos de explotación hizo que el resultado neto de explotación fuera de 12,0 millones de euros, lo que supone un 28,9% menos que en 2017.

El descenso de los resultados antes de impuestos afectó de forma muy desigual a las agencias de valores. En particular, la mitad de las que estaban registradas tanto a finales de 2017 como a finales de 2018 obtuvieron unos mejores resultados. Con respecto a la otra mitad, el deterioro de los resultados agregados derivó en un aumento del número de entidades en pérdidas (de 13 a 21). El incremento de las pérdidas acumuladas fue de casi 3 millones de euros, al pasar de 7,9 millones en 2017 a 10,9 millones en 2018 (véase cuadro 3.2.7). 11 de las 21 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 3.2.7

Importes en miles de euros

	Resultados antes de impuestos ¹	N.º de entidades en pérdidas	Importe de las pérdidas antes de impuestos
Agencias de valores			
2015	22.781	12	-3.689
2016	10.822	11	-7.402
2017	16.766	13	-7.952
2018	12.532	21	-10.947

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

Solvencia

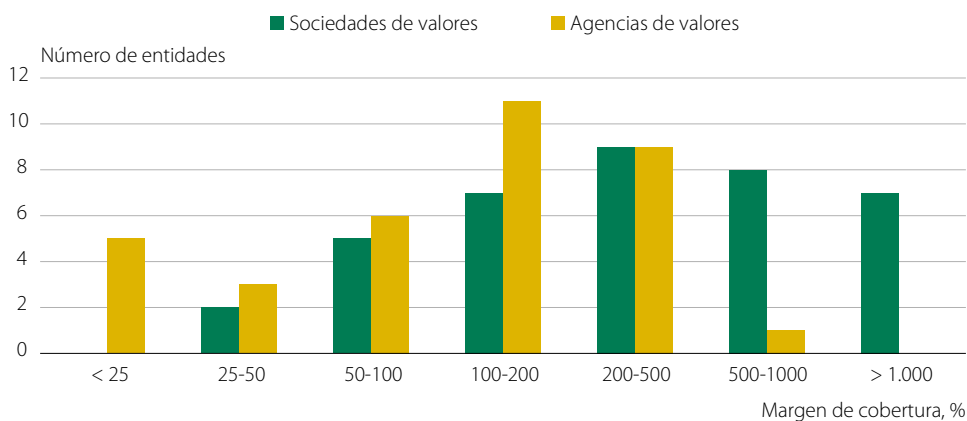
El sector en su conjunto continuó exhibiendo niveles relativos de solvencia elevados durante 2018: a finales de año el margen de recursos propios era 4,3 veces superior al volumen de recursos exigibles, cuando a finales de 2017 ese dato era sensiblemente inferior, en concreto, 3,2. Si bien cabe recordar que la holgura real de estos márgenes es escasa al tratarse de importes absolutos reducidos.

Como es habitual, este margen fue, en general, mayor en las sociedades de valores que en las agencias de valores. Así, mientras que para las primeras el margen de cobertura agregado se situó en torno a 4,7, para las segundas se mantuvo en 1,7. En cuanto a la distribución de esta ratio, en el gráfico 3.2.2 se observa que a finales de 2018 la mayoría de sociedades de valores seguía teniendo un margen de cobertura sobre recursos propios exigibles superior al 200%. Las agencias de valores presentaban una mayor dispersión. Por su parte, ninguna sociedad de

valores cerró el ejercicio con déficit de recursos propios. En cambio, dos agencias de valores sí cerraron el ejercicio con déficit de recursos propios, aunque de escasa cuantía⁶.

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

GRÁFICO 3.2.2



Fuente: CNMV.

3.2.2.2 Empresas de asesoramiento financiero

Las empresas de asesoramiento financiero son un tipo de empresas de servicios de inversión que se introdujo con la trasposición a nuestro ordenamiento jurídico de la primera Directiva MiFID. Estas entidades, que ofrecen a sus clientes como única actividad reservada el servicio de asesoramiento en materia de inversión financiera, cuentan con una amplia cartera de clientes minoristas, aunque sus ingresos proceden principalmente del asesoramiento a grandes inversores, incluidas las IIC y otros inversores institucionales.

Al cierre de 2018 el número de entidades de este tipo registradas en la CNMV era de 158, lo que supone 13 entidades menos que en 2017. Se produjeron 6 altas y 19 bajas, todas ellas de entidades independientes salvo 3 de las bajas: una vinculada a una empresa del sector asegurador, otra a una entidad de crédito internacional y la tercera vinculada a una entidad de crédito nacional. Es importante señalar que dos de ellas se dieron de baja por transformarse en SGIIC y una tercera en agencia de valores. El patrimonio total asesorado se situó en 30.491 millones de euros, lo que supone un descenso del 1% con respecto al ejercicio anterior. La mayor parte de los contratos de asesoramiento suscritos correspondía a clientes minoristas (el 92,0% de un total de 6.542), si bien estos contratos representaron el 31,2% del patrimonio asesorado. En cualquier caso, cabe señalar que, al igual que en 2017, se registró un aumento importante del patrimonio asesorado a minoristas y un descenso del correspondiente a los profesionales o no minoristas (véase cuadro 3.2.8). Por último, el beneficio conjunto de este tipo de entidades descendió ligeramente, al pasar de 11,3 millones de euros obtenidos en 2017 a 10,7 millones en 2018, lo que refleja una bajada de los ingresos por retrocesiones y demás comisiones que provienen de otras

6 Dentro de las tareas de supervisión se mantuvo un estrecho seguimiento de las entidades que pusieron de manifiesto incidencias patrimoniales o de solvencia.

entidades. Concretamente, estos pasaron de 13,7 millones en 2017 a 10,8 millones de euros en 2018.

EAFI: número de contratos y volumen del patrimonio asesorado¹ CUADRO 3.2.8

Importes en miles de euros

	2017	2018	% var. 18/17
Número de contratos			
Clientes minoristas	6.321	6.020	-4,8
Clientes no minoristas	454	522	15,0
Total	6.775	6.542	-3,4
Patrimonio asesorado (miles de euros)			
Clientes minoristas	9.096.071	9.501.755	4,5
Clientes no minoristas	21.694.464	20.989.794	-3,2
Total	30.790.535	30.491.549	-1,0

Fuente: CNMV. (1) Datos provisionales de 2018 con el 92,9% de las entidades registradas.

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

La información que se presenta habitualmente en relación con la actividad de prestación de servicios de inversión en España desde un punto de vista amplio (es decir, incluyendo la actividad de gestión de IIC, aunque no sea estrictamente un servicio de inversión desde el punto de vista legal) se realiza atendiendo al tipo de entidad que realiza dicha actividad: entidad de crédito, empresa de servicio de inversión o SGIIC. Sin embargo, una concepción menos formalista y, por tanto, más sustantiva que atienda al modelo de negocio de las entidades y a su vinculación con los bancos comerciales, aconseja delimitar con mayor exactitud qué parte del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión la realizan bancos que se podrían denominar comerciales, cuyos ingresos provienen mayoritariamente de la prestación de servicios bancarios típicos (depósitos, préstamos...) y qué parte la realizan entidades que se pueden considerar especializadas en la prestación de servicios de inversión. Este último grupo de entidades estaría formado por ESI y SGIIC independientes, es decir, no filiales de grupos bancarios comerciales y por bancos especializados en la provisión de servicios de inversión.

Una de las piezas a efectos de este análisis es la identificación de las entidades que tienen forma jurídica de banco pero cuyo modelo de negocio se basa en la prestación de servicios de inversión. Para ello puede tomarse como referencia el cociente entre los ingresos percibidos por la prestación de servicios de inversión y el total de ingresos de la entidad, identificándose como banco especializado en servicios de inversión a aquel cuyo cociente sea superior a dos tercios⁷. Se estima que el importe de ingresos relacionado con la prestación de servicios de inversión en España⁸ de estas

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

8 Algunas de estas entidades (por ejemplo, Allfunds) tienen un negocio muy relevante fuera de España.

entidades fue superior a los 900 millones de euros en 2018 en conjunto. Sin embargo, si se tiene en cuenta el volumen de comisiones que estas entidades retroceden a terceros —en algunos casos, de importe significativo debido a su modelo específico de negocio—, el volumen de ingresos se reduciría hasta una cifra global cercana a los 350 millones de euros (en torno al 8% de las comisiones totales percibidas por las entidades de crédito en este negocio).

En el caso de las entidades financieras no bancarias (sociedades y agencias de valores y sociedades gestoras de IIC) se ha procedido a identificar aquellas que pertenecen a un grupo bancario comercial y que, en consecuencia, se encuadrarían en el ámbito de la prestación de servicios de inversión de este tipo de entidades. En el ámbito de las agencias y sociedades de valores, estas entidades son poco relevantes en la actualidad, ya que las entidades de crédito han ido absorbiendo durante los últimos años a sus sociedades y agencias de valores en un contexto de fuerte reorganización del sector financiero español. En 2018 se produjo, por ejemplo, la absorción por parte de Bankinter y de Banco Santander de las sociedades de valores pertenecientes a sus respectivos grupos financieros. A finales de 2018 había un total de 7 sociedades de valores que pertenecían a alguna entidad de crédito nacional cuyo negocio principal era la banca comercial. Estas sociedades concentraban el 4% de los activos totales de las SV en 2018 y cerca del 7% de los ingresos percibidos por este tipo de entidades. En el ámbito de las SGIIC, la relevancia de las vinculadas con bancos comerciales es mayor, pues concentran casi el 60% de las comisiones netas de retrocesiones derivadas de la gestión de IIC y la mitad del importe total de las comisiones percibidas por el conjunto de gestoras.

Atendiendo a todas estas consideraciones, se estima que aproximadamente el 70% del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión en España (incluyendo la gestión de IIC y medido a través de las comisiones percibidas) corresponde a bancos comerciales tradicionales o entidades que pertenecen a sus grupos, mientras que el resto es desarrollado por entidades financieras especializadas en la prestación de servicios de inversión y sin vinculación con la banca comercial.

Un sector independiente especializado en el ámbito de los servicios de inversión lo más potente posible es deseable y positivo. Cuanto más relevantes sean las entidades independientes, más innovación, mayor dinamismo y más competencia en el sector. Además de los consiguientes beneficios en términos de menores costes y mejor servicio para los inversores, ello es también interesante desde dos perspectivas: i) la del deseable aumento del equilibrio entre la financiación puramente bancaria y la financiación de las empresas a través de los mercados y ii) la de los esfuerzos por impulsar la cultura inversora de los españoles, que, además de caracterizarse por una baja propensión al ahorro, está más centrada en las inversiones en inmuebles y en productos de muy bajo riesgo en relación con los patrones observados en otras economías europeas.

Revisión horizontal del cumplimiento de las obligaciones del Reglamento PRIIPS

RECUADRO 6

De acuerdo con el Plan de actividades de la CNMV de 2018 se ha realizado una revisión horizontal del cumplimiento de las obligaciones del Reglamento PRIIPS (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 productos de inversión minorista empaquetados y los productos de inversión basados en seguros) que comenzó a aplicarse el 1 de enero de 2018.

Este reglamento exige la elaboración de un documento informativo (en adelante KID, por sus siglas en inglés) para su entrega a los clientes minoristas antes de venderles o recomendarles determinados productos. El KID es un documento corto —máximo tres caras— y altamente estandarizado, que debe incluir información clave del producto de forma resumida y en un lenguaje no técnico para facilitar la comprensión por parte del inversor minorista y la comparación con alternativas de inversión. Además de explicaciones sobre el funcionamiento del producto, el KID incluye elementos numéricos como un indicador de riesgo con una escala del uno al siete, una tabla de posibles resultados en distintos escenarios y una tabla de costes, que implican cálculos según metodologías definidas en la norma.

El objetivo general de esta actuación ha sido comprobar que el contenido de los documentos se ajusta a la norma, que los productores los publican en sus páginas web y que los distribuidores los entregan a los clientes con antelación suficiente. La revisión se ha efectuado sobre una muestra representativa de 17 entidades, que aglutinan aproximadamente el 90% del volumen de PRIIP sujetos a la supervisión de la CNMV y comercializados a clientes minoristas. En el marco de esta actuación se han analizado KID de deuda estructurada, contratos financieros, derivados y CFD.

En términos generales, los KID analizados aportan la información prevista sobre el funcionamiento, las características y los objetivos de los productos de forma resumida, así como sobre los costes —incluidos los implícitos en los precios—, y se consideran un documento útil para el inversor. No obstante, el Reglamento PRIIPS se encuentra actualmente en revisión para incorporar las modificaciones que se estiman necesarias una vez observadas las deficiencias de la normativa puestas de manifiesto desde su aplicación.

Por otra parte, se han detectado aspectos de mejora en lo que respecta a la redacción de los documentos a la hora de hacerlos más comprensibles para el inversor minorista, al igual que incidencias en los indicadores calculados —algunas de ellas destacables— que en la actualidad pueden dificultar la consecución de los objetivos de comprensión y comparabilidad que persigue la norma.

Se consideran especialmente relevantes las siguientes incidencias:

- Deficiencias en la información sobre los costes implícitos en el precio (costes de entrada). Se han identificado diferencias en la estimación del valor razonable del producto que implican que en algunos casos se esté informando de costes menores a los reales. El valor razonable debe reflejar el precio por el que podría ser intercambiado un instrumento entre partes interesadas debidamente informadas, un valor que debe ser el mismo tanto si se compra como si se vende el producto, y que no debe incluir costes específicos en los que puedan incurrir las partes.
- Ausencia de información concreta sobre los costes en los que incurrirá el cliente en caso de salida anticipada.
- KID excesivamente genéricos sobre derivados OTC, y en particular sobre CFD, que no informan al cliente de las condiciones que aplican a la

operación que va a contratar. El KID que se entregue a los clientes debe incluir un nivel de detalle suficiente sobre las condiciones de la operación, e informar en todo caso de la divisa, el plazo, los precios, los niveles de barrera y los costes representativos, por lo que la opción adecuada normalmente es elaborar distintos KID por subyacentes concretos.

Cabe destacar la falta de información precontractual sobre los costes efectivamente aplicados que se deriva de elaborar KID excesivamente genéricos y de servirse de estos para cumplir con las obligaciones previstas en la Directiva MiFID.

Por otra parte, en el cálculo de escenarios de rentabilidad, además de ciertos errores puntuales de aplicación de la norma —como anualizar los ratios en productos con plazo inferior al año— se han identificado aspectos que no se tratan en detalle en dicha norma, lo que dificulta una implantación uniforme de la metodología por parte de las entidades. Un ejemplo de esto último es el tratamiento de los cupones y los reembolsos parciales, o el de los productos autocancelables, para los que las entidades han utilizado diferentes enfoques que, en cualquier caso, deberían explicar en el KID para facilitar su comprensión.

Aunque no se ha realizado un análisis completo de la aplicación de la metodología PRIIP para calcular los escenarios, el análisis de los datos en los KID examinados en esta actuación apunta a que los escenarios presentados son por lo general coherentes, si bien en algún caso se observa un inadecuado sesgo histórico.

La CNMV continuará promoviendo la publicación de aclaraciones en el grupo de trabajo del Comité Mixto de las tres autoridades europeas supervisoras (ESA, por sus siglas en inglés) y actualizará el documento de preguntas y respuestas publicado cuando resulte oportuno.

La información recabada en esta actuación se tendrá en cuenta en todo caso en el trabajo que llevarán a cabo las ESA durante 2019 para la revisión del Reglamento PRIIPS.

3.3 Entidades de capital riesgo y plataformas de financiación participativa

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

Entidades registradas en la CNMV

La actividad de capital privado y capital riesgo siguió en 2018 la tendencia alcista de los últimos ejercicios, registrándose un número elevado de inscripciones tanto de vehículos como de sociedades gestoras. En total, se inscribieron un total de 59 vehículos de inversión cerrados y 8 nuevas sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado. El registro de la CNMV cerró el ejercicio con un total de 369 vehículos de inversión de tipo cerrado y 94 sociedades gestoras, lo que supone un aumento del 13,2% y el 5,6%, respectivamente, con respecto a las cifras de cierre de 2017 y marca un nuevo máximo histórico del registro.

En el ámbito de los vehículos de inversión de tipo cerrado, entre las citadas 59 nuevas entidades se siguió observando una gran variedad con respecto a su naturaleza

jurídica así como a su objetivo de inversión. En cuanto a las entidades de capital riesgo —fondos de capital riesgo (FCR) y sociedades de capital riesgo (SCR)—, se produjeron 37 altas; en el caso de ECR-Pyme, tanto fondos como sociedades, se registraron 2 altas. También se inscribieron 3 fondos de capital riesgo europeos (FCRE) y un fondo de emprendimiento social europeo con forma societaria (FESE), figuras contempladas respectivamente por el Reglamento (UE) n.º 345/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre fondos de capital-riesgo europeos y el Reglamento (UE) n.º 346/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre fondos de emprendimiento social europeos; estos fondos se podrán comercializar a inversores que aporten más de 100.000 euros tanto en España como en países de la Unión Europea. En total a 31 de diciembre de 2018 figuraban inscritos 8 fondos de capital riesgo europeos y 1 fondo de emprendimiento social europeo, lo que supone un incremento del 80% frente al ejercicio precedente.

Por último, en el ejercicio 2018, de nuevo cobraron protagonismo las inscripciones de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC), habiéndose registrado 16 nuevas entidades, de las cuales 10 eran fondos de inversión colectiva de tipo cerrado (FICC). Esta nueva figura de inversión, a la que le es de aplicación el régimen general de tributación en el Impuesto de Sociedades, fue introducida por la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, y goza de gran flexibilidad en cuanto al régimen de inversiones tanto en la política de inversión como en el cumplimiento de coeficientes de inversión. En 2018, por ejemplo, se inscribieron dos sociedades de inversión colectiva de tipo cerrado (SICC) con una política de inversión centrada en el sector inmobiliario y un FICC enfocado al sector de las infraestructuras. Por otra parte, se inscribieron seis nuevos FICC que eran antiguos vehículos de capital riesgo y que se acogieron a esta figura con el fin de poder tener un régimen más flexible en cuanto al cumplimiento de los coeficientes de inversión. Cabe señalar, además, que en 2018 un fondo de inversión a largo plazo europeo (FILPE) comenzó su actividad en España (otro fondo se sumó en 2019). Estas entidades no aparecen en el registro de la CNMV puesto que son de regulación directa europea.

La iniciativa del ICO a través de Fond-ICO Global, FCR siguió teniendo gran relevancia en cuanto a la captación de nuevos recursos del sector privado a través de fórmulas de coinversión. A este respecto, hay que destacar que en el pasado ejercicio se produjo un aumento de 500 millones en los recursos propios comprometidos de este fondo, por lo que su importe global alcanza los 2.000 millones de euros. Asimismo, cabe reseñar que en el ejercicio 2018 se resolvió una nueva convocatoria, la décima, con la selección de 7 fondos, de los que la mayoría estaban registrados en la CNMV.

En cuanto a las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC), su número se incrementó en 8 entidades, de forma que a 31 de diciembre de 2018 figuraban 94 SGEIC inscritas en el Registro de la CNMV. Cuatro de las nuevas SGEIC inscritas se constituyeron cumpliendo con todos los requisitos exigidos por la Directiva sobre gestores de fondos de inversión alternativa⁹, que implican la posibilidad de obtener el pasaporte europeo para los vehículos gestionados, así como la facultad de poder comercializar las ECR gestionadas tanto a inversores profesionales como a inversores considerados no profesionales, siempre que estos últimos se comprometan a invertir un mínimo de 100.000 euros y declaren por escrito que son conscientes de los riesgos ligados al compromiso asumido.

9 Incluidas Oquendo Capital, SGEIC, S.A.; Avior Capital, SGEIC, S.A.; Asterion Industrial Partners, SGEIC, S.A.; y Qualitas Equity Funds, SGEIC, S.A.

Altas y bajas en el Registro en 2018

CUADRO 3.3.1

Tipo de entidad	Entidades registradas a			Entidades registradas a 31/12/18
	31/12/17	Altas	Bajas	
Sociedades de capital riesgo (SCR)	105	16	0	121
Fondos de capital riesgo (FCR)	173	21	13	181
Sociedades de capital riesgo pyme (SCR-Pyme)	16	1	0	17
Fondos de capital riesgo pyme (FCR-Pyme)	12	1	3	10
Fondos de capital riesgo europeo (FCRE)	5	3	0	8
Fondos de emprendimiento social europeo (FESE)	0	1	0	1
Total entidades de capital riesgo (ECR)	311	43	16	338
Sociedades de inversión colectiva de tipo cerrado (SICC)	13	6	0	19
Fondos de inversión colectiva de tipo cerrado (FICC)	2	10	0	12
Total entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC)	15	16	0	31
Total ECR + EICC	326	59	16	369
Sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado (SGEIC)	89	8	3	94

Fuente: CNMV.

Algunos datos relevantes del sector de capital riesgo

De acuerdo con la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI), el año 2018 finalizó con una cifra histórica en términos de volumen de inversión en capital privado y capital riesgo, cercana a los 5.850 millones de euros y repartida en un total de 670 operaciones, lo que supone un incremento del 17% con respecto a la cifra registrada en 2017.

En relación con el tamaño de las inversiones, en 2018 se contabilizaron un total de 8 grandes operaciones (conocidas como *megadeals*) que superaron los 100 millones de euros cada una (3 de ellas superiores a los 1.000 millones). En conjunto, estas operaciones representaron un volumen de inversión cercano a los 3.700 millones de euros (63% del total). En cuanto a la actividad en el segmento medio, en operaciones que se cuantifican entre 10 y 100 millones, se registró un volumen cercano a los 1.467 millones de euros, materializadas en 56 operaciones, cifras muy similares a las del ejercicio 2017.

Los operadores internacionales concentraron el 77% de la inversión total con una presencia muy relevante de grandes operaciones, mientras que las ECR y demás operadores nacionales intervinieron, en general, en un número mayor de operaciones pero de menor tamaño.

La inversión de los fondos de *venture capital* —es decir, fondos que invierten en las primeras fases de desarrollo de la empresa (capital semilla y arranque)—, siguiendo con los datos de ASCRI, mantuvo un protagonismo destacado en el ejercicio 2018, con un volumen de inversión de 417 millones de euros (538 millones en 2017) en un total de 510 operaciones. En este segmento hay un mayor protagonismo de operadores nacionales privados y fondos públicos, frente a los fondos internacionales. Como viene siendo habitual en los últimos ejercicios, siguió existiendo un apoyo relevante en este segmento de inversiones de los programas de fondos públicos Fond-ICO Global y la iniciativa del CDTI, Innvierte.

En cuanto al volumen de desinversiones, la cifra estimada descendió considerablemente con respecto a la registrada en 2017 y alcanzó un importe ligeramente superior a los 2.000 millones de euros tras cerrar 295 operaciones.

Los sectores que más volumen de inversión recibieron a lo largo del ejercicio pasado fueron los de energía y recursos naturales (20,4%), y hostelería/ocio (17,9%), mientras que por número de operaciones el sector de la informática fue el más relevante, con el 46% del total de operaciones.

3.3.2 Plataformas de financiación participativa

A lo largo de 2018 se presentaron 12 solicitudes de autorización de plataformas de financiación participativa (PFP), de modo que desde la publicación de la Ley 5/2015, de 27 de abril, que regula dichas entidades y hasta finales de 2018, el número total de solicitudes asciende a 66. El número de solicitudes presentadas en 2018 fue superior al de 2017, aunque la cifra sigue alejada de las que se registraron en los primeros años: 24 solicitudes en 2015 y 21 en 2016 (véase cuadro 3.3.2). Esta evolución se explica por el hecho de que la mayoría de las solicitudes recibidas en los primeros años se refería a plataformas que ya estaban actuando como tales y que, como consecuencia de la nueva regulación, tuvieron que adaptarse a los requerimientos normativos para poder seguir llevando a cabo su negocio.

Número de solicitudes de PFP

CUADRO 3.3.2

Tipo de PFP	2015	2016	2017	2018	Total acumulado
Valores	10	7	3	2	22
Préstamos	12	7	3	4	26
Mixta	1	7	3	6	17
Sin dato ¹	1	-	-	-	1
Total	24	21	9	12	66

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

Sin embargo, el número de PFP autorizadas en 2018 fue inferior al del año precedente: 2 frente a las 9 de 2017. Las 2 plataformas autorizadas eran de valores, mientras que en 2017 se autorizaron 4 de valores, 2 de préstamos y 3 mixtas. Además, en 2018 se denegó 1 proyecto de plataforma (4 en 2017) y desistieron o se dieron por desistidos otros 13 (4 en 2017). Una de las autorizaciones concedidas a un proyecto de PFP de valores caducó en 2018, al transcurrir más de un año sin haber realizado su inscripción en el Registro de la CNMV.

Número de PFP autorizadas

CUADRO 3.3.3

Tipo de PFP	2015	2016	2017	2018	Total acumulado
Valores	1	7	4	2	14
Préstamos	0	8	2	0	10
Mixta	0	2	3	0	5
Total	1	17	9	2	29

Fuente: CNMV.

Número de PFP denegadas y desistidas

CUADRO 3.3.4

Tipo de PFP	2016		2017		2018		Total acumulado	
	Denegadas	Desistidas	Denegadas	Desistidas	Denegadas	Desistidas	Denegadas	Desistidas
Valores	1	2	1	1	–	2	2	5
Préstamos	0	4	2	2	–	5	2	11
Mixta	0	0	1	1	1	6	1	7
Sin dato ¹	0	1	0	0	–	–	0	1
Total	1	7	4	4	1	13	5	24

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

A finales de 2018, en el Registro de la CNMV había inscritas un total de 26 plataformas, de las cuales 5 se registraron en 2018, 8 en 2017, 12 en 2016 y 1 en 2015. Entre las principales características de las plataformas registradas destacan las siguientes:

- 11 son de valores, 10 de préstamos y 5 mixtas.
- 4 son inmobiliarias: 1 de ellas de préstamos, 1 mixta y 2 de valores.
- 14 tienen su domicilio social en Madrid, 7 en Barcelona, 2 en Valencia, 1 en Soria, 1 en Santa Cruz de Tenerife y 1 en Bilbao.
- 1 PFP de préstamos y 1 de valores, ambas registradas en 2016, están controladas por sociedades extranjeras dedicadas a la actividad de *crowdfunding*.
- Solo 1, registrada en 2016, es híbrida (tiene autorización para actuar como PFP y como entidad de pagos).

Número de PFP registradas

CUADRO 3.3.5

Tipo PFP	2015			2016			2017			2018			Total acumulado		
	Total	De las cuales		Total	De las cuales ¹		Total	De las cuales ¹		Total	De las cuales ¹		Total	De las cuales	
		Madrid	Barcelona		Madrid	Barcelona		Madrid	Barcelona		Madrid	Barcelona			
Valores	1	1	0	4	3	1	3	0	2	3	1	1	11	5	4
Préstamos	0	0	0	8	4	2	1	1	0	1	1	0	10	6	2
Mixtas			0	0	0	4	3	0	1	0	1	1	5	3	1
Total	1	1	0	12	7	3	8	4	2	5	2	2	26	14	7

Fuente: CNMV. (1) Adicionalmente, en 2016 se registró una PFP con domicilio social en Soria y otra en Valencia. En 2017, además, se registró una PFP con domicilio social en Santa Cruz de Tenerife y otra en Valencia. En 2018, también se registró una PFP con domicilio social en Bilbao.

La información recibida de las plataformas en relación con su actividad en 2018 revela que estas entidades captaron 103,5 millones de euros, un volumen significativamente superior al de 2017 (61 millones de euros). Además, el número de proyectos publicados ascendió a 3.618 (647 en 2017) y el número de inversores se situó en 20.028 (24.614 en 2017). Se observa una gran heterogeneidad en el sector, ya que dos de las plataformas concentraban el 54,4% de la financiación total captada y el 54,8% de los inversores, y una tercera acumulaba ella sola tres cuartas partes de los proyectos.

En definitiva, se observa que el desarrollo de esta actividad es todavía escaso en España, tal y como sucede en la mayoría de países europeos de referencia. Esta es una de las razones por las que la Comisión Europea está promoviendo una iniciativa normativa que pueda fomentar este tipo de financiación instaurando un régimen de pasaporte europeo que podría convivir con los regímenes puramente locales de cada Estado miembro. En todo caso, el principio rector sería que los importes totales a financiar siempre deberían situarse por debajo del límite cuantitativo fijado para considerar una emisión como oferta pública (como máximo 8 millones de euros, de acuerdo con la normativa vigente sobre folletos informativos en la Unión Europea).

Revisión horizontal de la adaptación a MIFID II de la información sobre costes e incentivos

RECUADRO 7

De acuerdo con el Plan de actividades de la CNMV, en 2018 se realizó una revisión horizontal sobre el nivel de adaptación a las nuevas obligaciones de información relativas a costes e incentivos contenidos en MiFID II. La revisión se efectuó sobre una muestra representativa de 15 entidades que aglutinaban, al cierre de 2017, el 86% de los clientes minoristas de las entidades de crédito, el 80% del importe de las compras de clientes minoristas sobre instrumentos financieros, el 76% del importe del patrimonio efectivamente gestionado y el 90% del importe de las recomendaciones de compra emitidas a minoristas. La comprobación se realizó en un estadio de adaptación de las entidades a las nuevas obligaciones y con parte de la normativa aplicable pendiente de trasposición.

A las entidades objeto de revisión se les comunicaron los resultados del análisis efectuado sobre cada uno de los aspectos analizados: i) información relativa a costes y gastos conexos, ii) modelos de confirmación de la ejecución de las órdenes y iii) requisitos para el cobro de incentivos. A este respecto, las nuevas exigencias normativas, así como la adaptación a de las entidades revisadas a ellas, se resumen en los siguientes cuatro apartados:

1. Adaptación a las nuevas exigencias de información *ex ante* respecto a costes y gastos conexos

- De acuerdo con la nueva normativa, los costes y gastos informados deben ser los que realmente vaya a soportar el cliente, si bien cuando resulte adecuado pueden basarse en un supuesto importe de la inversión. En el caso de la renta variable, la renta fija y los derivados negociados en MEF, la mayoría de las entidades optaron por referir la información a un importe estandarizado y a tarifas máximas, y no a cada operación en tramitación. Esto se considera insuficiente en los citados instrumentos, ya que los costes pueden variar de forma significativa en función de las tarifas pactadas con cada cliente y del importe de la operación.

No obstante, en instrumentos como la renta variable o derivados de MEF, con una interpretación flexible de la normativa y la posibilidad de una operativa más reiterativa, se considera suficiente que se detalle la información referida a las tarifas pactadas con el cliente y el importe de

la operación en la primera operación de cada año natural, junto con una descripción general de las tarifas aplicables —en ese caso puede omitirse el detalle *ex ante* en las operaciones posteriores del año.

- La información debe estar agregada de forma que el cliente pueda comprender el coste total, y debe facilitarse tanto en importe como en porcentaje. También deben desglosarse por separado los costes correspondientes al producto y a los servicios, y los incentivos percibidos. Una minoría de entidades presentaba de forma generalizada un total de costes —tanto en importe como en porcentaje— y, por lo común, no se detallaban separadamente los costes correspondientes al producto y a los servicios. Tampoco, en ninguno de los casos, se indicaba explícitamente que alguna de esas partidas era nula cuando esto resultaba necesario.
- La información debe incluir todos los costes relacionados con los servicios y con los productos, y reflejar tanto los costes de entrada y de salida como los costes recurrentes. Asimismo, debe abarcar los costes explícitos además de los implícitos —entre los que se incluyen los posibles márgenes implícitos y los costes de cambio.

En la renta variable y la renta fija, no siempre se agregaban los cánones y corretajes de terceros. También resultaba infrecuente que se detallasen los costes de operaciones societarias (como los aplicados al cobro de dividendos o cupones) o, en el caso de la renta fija, que se considerasen los posibles márgenes implícitos incluidos en el precio. Sin embargo, en las IIC, en general, las entidades sí habían agregado sus costes de transacción.

En el caso de los costes de salida, en la renta variable y en la renta fija tampoco se detallaban siempre en el momento de la compra, o solo se hacía una referencia a su posible aplicación sin cuantificarlos. Si se ha informado al cliente con precisión de los costes de salida en el momento de la compra, se considera que resultaría innecesario informar de ellos *ex ante* al tramitar las operaciones de venta, salvo cuando en dicho momento las tarifas aplicables hayan variado respecto a las informadas en la compra.

Habitualmente, tampoco se consideraban los costes de cambio implícitos en la operativa en una divisa diferente al euro.

En el caso de los incentivos percibidos, no siempre se detallaba su importe, pues con frecuencia solo se informa en términos de porcentaje.

- En cuanto a la ilustración del efecto acumulado de los costes sobre la rentabilidad, en general, las entidades habían optado por mostrar los costes en diferentes plazos o escenarios, con una referencia genérica a que reducirían la rentabilidad. Otras entidades optaron por presentar una rentabilidad orientativa simulada poco razonable sobre la que poder comparar el efecto de los costes, o directamente no hacían referencia a este aspecto. En ninguno de estos casos se considera que la información facilitada resulte adecuada.

- En las IIC armonizadas y en el resto de instrumentos PRIIP se debe informar de cualesquiera otros costes y gastos que comporte el producto que no hayan quedado reflejados en el DFI o KID, así como de los costes y gastos correspondientes a la prestación del servicio y, en su caso, de los incentivos percibidos. En el caso específico de las IIC, entre los costes que no figuran en el DFI están los costes de transacción. En estructurados y derivados OTC, las entidades entregaban de forma generalizada el KID de PRIIP como único documento informativo de los costes. Este enfoque solo resulta adecuado cuando el cliente no pueda incurrir en otros costes —como los gastos de custodia en los estructurados o los costes de cambio en la operativa en divisas—, sobre los que sería necesario informar.
- Finalmente, la información relativa a costes y gastos debe facilitarse a los clientes con antelación suficiente, y en un soporte duradero o a través de un sitio web (siempre que el cliente acceda habitualmente a internet). En el caso del canal telefónico, en general, las entidades, o no informaron del establecimiento de procedimientos específicos o se limitaban a facilitar la información verbalmente, con lo que no se cumple el requisito del soporte duradero.

2. Adaptación a las nuevas exigencias en los modelos de confirmación de ejecuciones

La confirmación de la ejecución de órdenes debe detallar la suma total de las comisiones y gastos. En general, las entidades habían optado por un detalle por separado de los diferentes conceptos de gastos, sin informar de su importe total. Además, era habitual que no se agregasen los márgenes internos aplicados al total de costes. En relación con el tipo de cambio, aunque solía detallarse, resultaba infrecuente que se hiciera referencia a los costes de cambio implícitos, que deberían incluirse en el total de costes.

3. Adaptación a las nuevas exigencias de información *ex post* respecto a costes y gastos conexos

Con algunas especificidades, las exigencias de información *ex post* respecto a costes y gastos conexos resultan similares a las exigencias *ex ante*. Esta información debe enviarse con una periodicidad mínima anual, debe estar basada en los costes reales y debe facilitarse de forma personalizada.

En cuanto a los servicios diferentes al de gestión de carteras, en general se informaba del importe totalizado de los costes y con frecuencia se detallaban por separado los costes de los productos y los servicios. Por el contrario, no solía facilitarse ninguna ilustración del efecto acumulado de los costes sobre la rentabilidad.

En el caso de la gestión de carteras, usualmente sí se presentaba el importe total y el porcentaje de los costes. Por el contrario, no siempre se detallaban por separado los costes de gestión y los costes de ejecución. Con frecuencia no se hacía mención a la posibilidad del cliente de solicitar un mayor detalle de los costes en los que había incurrido.

4. Adaptación a las nuevas exigencias para el cobro de incentivos

Con carácter general, en el ámbito de la gestión discrecional de carteras, las entidades optaron por la inclusión de clases de IIC sin retrocesiones, de forma que mayoritariamente dejaban de percibir incentivos por esta actividad. Sin embargo, ante la posible existencia de IIC o compartimentos en los que no existan clases sin retrocesiones, no todas las entidades habían establecido herramientas que les permitiesen la identificación, asignación y transferencia de los incentivos percibidos a sus clientes.

En general, las entidades han optado por la prestación del servicio de asesoramiento en la modalidad de no independiente, combinado con herramientas o servicios de valor añadido que justificaran el mantenimiento del cobro de retrocesiones.

En la distribución fuera de los ámbitos del asesoramiento y la gestión de carteras, por lo común se mantenía el cobro de incentivos ofertando a los clientes IIC de terceros, junto con herramientas adicionales de valor añadido, como buscadores o comparadores de IIC, informes de evolución de las inversiones, informes de rentabilidades y costes, o una combinación de los anteriores. En relación con esta cuestión, hay que tener en cuenta que los comparadores no siempre permiten contrastar simultáneamente IIC del grupo e IIC de terceros, mientras que los informes de rentabilidades y costes no siempre se refieren a cada uno de los instrumentos en cartera, lo que se considera insuficiente. Por otro lado, dos entidades habían vinculado la distribución de IIC del grupo a la prestación en exclusiva de una modalidad de servicio de asesoramiento simplificada, y otras tres estaban en proceso de migración a ese modelo.

II La actuación de la CNMV en los mercados de valores

4 Información financiera y de gobierno corporativo de los emisores

4.1 Información financiera

Información financiera anual¹

Las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en un mercado regulado español o domiciliado 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 auditoría, el informe de gestión y las declaraciones de responsabilidad sobre su contenido, con las excepciones previstas en la normativa².

El número de informes anuales correspondientes al ejercicio 2017 recibidos en la CNMV, excluidos los fondos de titulización de activos y los fondos de activos bancarios, ascendió a 297 —considerando tanto individuales como consolidados—, que corresponden a 155 emisores de valores. El número de emisores fue un 6% inferior al registrado en el ejercicio anterior, principalmente por la exclusión de cotización de varias sociedades, por haber sido objeto de una opa de exclusión o por haber sido absorbidas o fusionadas y por la amortización de diversos instrumentos de renta fija, lo que ha supuesto que sus sociedades emisoras dejen de ser entidades obligadas. Este efecto se vio parcialmente compensado por algunas salidas a bolsa de entidades no financieras.

El porcentaje de informes de auditoría con opinión favorable fue del 98,3%, ligeramente superior al 97,7% de las cuentas anuales de 2016. Por décimo ejercicio consecutivo, todos los informes de auditoría de las entidades del Ibex 35 presentaban una opinión favorable. Al igual que en las cuentas de 2016, ninguna entidad presentó una opinión denegada.

El número de cuentas anuales auditadas de fondos de titulización recibidas ascendió a 340 (362 en 2016), incluidas las de fondos en liquidación y fondos privados. De los informes de auditoría, 13 incorporaron algún tipo de párrafo de énfasis, relacionado principalmente con la liquidación anticipada del fondo. Cabe destacar el notable descenso en el número de párrafos de énfasis respecto a los del ejercicio anterior (13 informes en 2017, frente a 175 en 2016). Este descenso está relacionado con la entrada en vigor del nuevo informe de auditoría, en el que se ha trasladado la información sobre la que el auditor quiere llamar la atención al apartado de «Cuestiones

1 La información financiera anual se encuentra disponible en www.cnmv.es, en el apartado de información regulada de los emisores, bajo el epígrafe «Informes financieros anuales», accediendo a la consulta de los registros oficiales de las cuentas anuales auditadas de las sociedades emisoras de valores.

2 Véase el artículo 121 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

clave de la auditoría». Las cuestiones destacadas se refieren al volumen de deterioro de los activos titulizados y al fondo de reserva.

Resumen de las auditorías de entidades emisoras recibidas en la CNMV CUADRO 4.1.1
(excluidos fondos de titulización y fondos de activos bancarios)

	Ejercicio 2015		Ejercicio 2016		Ejercicio 2017	
	Número	%	Número	%	Número	%
Auditorías recibidas en la CNMV	317	100,0	309	100,0	297	100,0
Cuentas individuales	170	53,6	165	53,4	155	52,2
Cuentas consolidadas	147	46,4	144	46,6	142	47,8
Informes especiales O.M. 30/9/92	9	-	7	-	5	-
Opinión de auditoría						
Opinión favorable	307	96,8	302	97,7	292	98,3
Opinión con salvedades	9	2,8	7	2,3	5	1,7
Denegación de opinión u opinión adversa	1	0,3	0	0,0	0	0,0
Tipos de salvedades						
Auditorías con excepciones	1	0,3	3	1,0	2	0,7
Auditorías con limitaciones al alcance	9	2,8	7	2,3	5	1,7
Efectos de las excepciones						
Efectos sobre resultados de las excepciones						
Auditorías con efectos positivos	0	0,0	2	0,0	0	0,0
Auditorías con efectos negativos	1	0,3	0	0,0	0	0,0
Efectos sobre patrimonio de las excepciones						
Auditorías con efectos positivos	0	0,0	2	0,0	0	0,0
Auditorías con efectos negativos	1	0,3	0	0,0	0	0,0
Naturaleza de los párrafos de énfasis						
Relacionado con la continuidad de negocio	36	11,4	34	11,0	25	8,4
Relacionado con la recuperación de activos	15	4,7	10	3,2	0	0,0
Relacionado con otras circunstancias	14	4,4	7	2,3	1	0,3

Fuente: CNMV.

Respecto a las actuaciones de la CNMV, la Ley del Mercado de Valores le encomienda el deber de comprobar que la información periódica regulada se ha elaborado de conformidad con la normativa aplicable. Para el ejercicio de esta función —que es muy relevante ya que contribuye año tras año a mejorar la calidad de la información financiera de nuestros emisores—, 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, cuando es preciso, 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 generalmente en el registro oficial y se pueden consultar en la web de la CNMV.

En primer lugar, todos los informes financieros 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. Esta revisión formal de cuentas anuales e informes de gestión

del ejercicio 2017 ha supuesto, al menos, verificar que: i) la declaración de responsabilidad sobre el contenido de los informes financieros anuales está firmada por todos los administradores (artículo 8 del Real Decreto 1362/2007); ii) el informe anual de gobierno corporativo (IAGC) se incluye como parte del informe de gestión e incorpora la descripción del SCIIF (Sistema de control interno de la información financiera); iii) no existen diferencias significativas entre las cuentas anuales y la información financiera del segundo semestre previamente remitida y que, en caso de haberlas, se han comunicado dentro del plazo de 10 días hábiles siguientes a la formulación de las cuentas, de acuerdo con el artículo 16.3 del Real Decreto 1362/2007; iv) se ha producido, en su caso, la rotación obligatoria del socio auditor firmante del informe de auditoría (artículo 40 de la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas). También se analizó el contenido de las salvedades y los párrafos de énfasis del informe de auditoría y se realizó un seguimiento de las cuestiones detectadas en las revisiones de ejercicios anteriores.

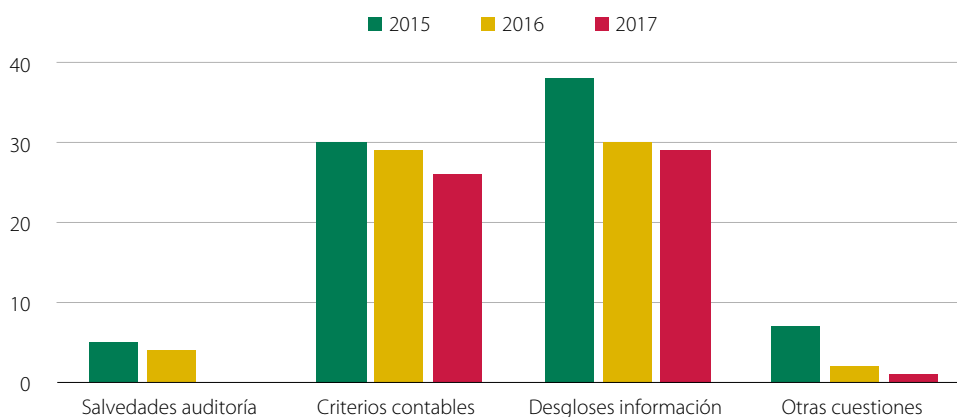
Las cuentas anuales del ejercicio 2017 han sido las primeras en las que se han aplicado los requisitos de la Directiva 2014/95/UE, incorporada al ordenamiento jurídico nacional mediante el Real Decreto 18/2017. Entre estos requisitos se destaca la obligación de que las entidades que cumplan determinados parámetros reporten el estado de información no financiera como parte del informe de gestión. La CNMV ha comprobado que los emisores obligados han incluido el mencionado informe no financiero.

En segundo lugar, la CNMV realiza una revisión global o sustantiva de un número determinado de cuentas anuales auditadas. Para identificar las entidades que son objeto de dicha revisión se aplica un modelo mixto de selección basado en el riesgo y en una rotación aleatoria, de conformidad con las directrices de supervisión de ESMA. 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 incorpora a su plan de trabajo otras áreas críticas de revisión que complementan las prioridades establecidas por ESMA.

En 2018 no se ha requerido a ninguna entidad sujeta a revisión sustantiva por incluir salvedades en su informe de auditoría. No obstante, se requirió a 27 entidades, entre las sujetas a revisión sustantiva, por uno o varios de los siguientes motivos: i) aportación de información adicional sobre cuestiones relativas a políticas contables de reconocimiento o valoración —24 entidades—; y ii) ampliación de los desgloses de información suministrados en el informe financiero anual —27 entidades—. El gráfico 4.1.1 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 FT y FAB)¹

GRÁFICO 4.1.1



Fuente: CNMV. (1) Los requerimientos incluyen los remitidos a los emisores sujetos a revisión formal y sustantiva.

Para facilitar la difusión de la información financiera, la CNMV publica anualmente en su página web el *Informe sobre la supervisión de los informes financieros anuales y principales áreas de revisión de las cuentas del ejercicio siguiente*³, en el que 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 en las que se va a centrar la revisión de la información financiera del ejercicio siguiente, que incluye las prioridades comunes de revisión establecidas por ESMA y algunas áreas seleccionadas por la CNMV cuya elección deriva de un análisis del entorno económico, de los cambios normativos en materia contable y de la experiencia acumulada en las revisiones de ejercicios anteriores.

En 11 casos las actuaciones de supervisión de las cuentas anuales de 2017 dieron lugar a un compromiso de corrección de la información financiera de cara al futuro y 5 emisores incluyeron en su respuesta al requerimiento una nota correctiva. Por otro lado, un emisor reexpresó las cifras correspondientes al ejercicio 2017, incluidas a efectos comparativos en la información financiera del primer semestre de 2018, para corregir el valor de un pasivo financiero y adaptarlo a un acuerdo de refinanciación sujeto a condiciones suspensivas.

La información financiera de los fondos de titulización se somete también, desde el ejercicio 2010, a dos niveles de revisión: formal y sustantiva. Asimismo, se recibieron las cuentas anuales auditadas a 31 de diciembre de 2017 de tres fondos de activos bancarios (FAB) (los mismos que en 2016). La función supervisora de la CNMV sobre la información financiera de los fondos de activos bancarios es igual a la que se realiza sobre los fondos de titulización y también se efectúa en ambos niveles de revisión formal y sustantiva. Como consecuencia de dicha supervisión no se derivaron actuaciones por parte de la CNMV respecto a las cuentas anuales de 2017 ni de 2016.

La CNMV pone a disposición del público, a través de su web (www.cnmv.es), el texto completo de las cuentas anuales, el informe de gestión y el informe de auditoría, individual y consolidado, de las sociedades emisoras, así como un resumen de las

3 Este informe facilita información más detallada sobre las actuaciones de la CNMV resumidas en el presente apartado.

salvedades de auditoría, las informaciones adicionales que los emisores envían en respuesta a los requerimientos remitidos; también se ofrece otra información complementaria relacionada con las cuentas, además de los informes especiales de auditoría.

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 el Estado miembro de origen, información financiera con carácter trimestral y semestral⁴. La revisión de esta información tiene un alcance inferior a la de las cuentas anuales, puesto que la información de los modelos de estados financieros intermedios está resumida.

Si el informe financiero semestral fuese voluntariamente auditado, el informe del auditor se publicará íntegramente dentro del mismo. En caso contrario, el informe financiero semestral contendrá una declaración del emisor manifestando expresamente que no ha sido auditado ni revisado por los auditores.

Asimismo, en caso de que las entidades decidan, de manera voluntaria, someter su informe financiero trimestral a algún tipo de revisión por parte de su auditor —ya sea una auditoría completa o una revisión limitada—, deberán remitir el informe del auditor a la CNMV, acompañando al referido informe financiero trimestral.

Un 53,1% de los emisores⁵ (54,8% en el mismo periodo del año anterior) sometieron sus cuentas del primer semestre de 2018⁶ a algún tipo de revisión por parte de los auditores. Este porcentaje se eleva al 96,9% si consideramos solo las entidades que forman parte del Ibex 35 (94,1% en el mismo periodo del año anterior).

En el supuesto de realizar una auditoría de cuentas completa (8 casos), el auditor ofrece una seguridad razonable sobre los estados financieros intermedios, mientras que en un trabajo de revisión limitada (68 entidades) la seguridad que ofrece el auditor es moderada. Ninguna de las opiniones emitidas por los auditores contuvo salvedades.

Nueva Circular 3/2018 sobre información financiera periódica

Cabe destacar la entrada en vigor de los nuevos modelos de información periódica semestral y trimestral de la Circular 3/2018 sobre información periódica de los emisores, que adapta el contenido de los modelos de los informes financieros semestrales, individuales y consolidados, las declaraciones intermedias de gestión y los informes financieros trimestrales a los cambios de:

- i) La normativa contable internacional, principalmente la entrada en vigor, a partir del 1 de enero de 2018, de la NIIF 9 (Instrumentos financieros) y la NIIF 15 (Ingresos de actividades ordinarias procedentes de contratos con clientes), que

4 Artículos 119 y 120 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto 4/2015, de 23 de octubre.

5 No incluye determinados emisores cuyo cierre de ejercicio no coincide con el año natural.

6 En el caso de entidades cuyo cierre de ejercicio no coincide con el del año natural, se ha considerado la última información financiera correspondiente al primer semestre presentada a 31/12/2018.

modifican los criterios de contabilización de los instrumentos financieros y de los ingresos ordinarios, respectivamente.

- ii) La normativa nacional, principalmente la Circular 4/2017, de 27 de noviembre, del Banco de España y el Real Decreto 583/2017, de 12 de junio, por el que se modifica el Plan de contabilidad de las entidades aseguradoras y reaseguradoras y normas sobre la formulación de cuentas anuales consolidadas de los grupos de entidades aseguradoras y reaseguradoras, aprobado por el Real Decreto 1317/2008, de 24 de julio.

Entre los cambios que introduce esta circular destacan los siguientes:

- La adaptación de los estados financieros consolidados del modelo general incluidos en el capítulo IV a las modificaciones introducidas por la NIIF 9. En particular, la clasificación de los activos financieros se ha adaptado a los nuevos requisitos establecidos por la NIIF 9, cuyo eje central es el modelo de negocio y sus características. De este modo, se ha eliminado el desglose de instrumentos financieros del apartado 13 del capítulo IV, por lo que estos han pasado desde ahora a desglosarse en el propio balance de situación.
- La modificación de los estados financieros del modelo de entidades de crédito para adaptarlos a la Circular 4/2017 del Banco de España e incluir las modificaciones introducidas por la NIIF 9.
- La adaptación al Real Decreto 583/2017 de los estados financieros consolidados del modelo de aseguradoras en aquellos aspectos que no contravienen las normas internacionales de contabilidad adoptadas. A efectos del consolidado, estas no incorporan las modificaciones introducidas por la NIIF 9, debido a la opción recogida en la modificación de la NIIF 4 adoptada por la Unión Europea, con fecha de 3 de noviembre de 2017, que permite retrasar su aplicación a 2021.

En relación con los modelos de información, los principales cambios han sido los siguientes:

- Se ha modificado el contenido del capítulo IV en los tres modelos para que la información estadística a facilitar en el segundo semestre por los emisores de valores de deuda y emisores de acciones que remitan el informe financiero anual en los dos meses siguientes a la finalización del ejercicio coincida con el capítulo IV del primer semestre, de modo que la información «normalizada» remitida por XBRL en ambos periodos sea la misma.
- Se ha añadido una fila al apartado de «Dividendos pagados» del capítulo IV para incluir la información sobre pagos flexibles.
- Se ha simplificado el contenido del apartado «Información segmentada» del capítulo IV, para que se informe de: i) la distribución del importe neto de la cifra de negocios por área geográfica (mercado nacional e internacional) y distinguiendo entre la Unión Europea (zona del euro y zona no euro) y el resto; y ii) el importe neto de la cifra de negocios y el resultado para cada segmento⁷.

⁷ Además, en la cuenta de pérdidas y ganancias individual y en el estado del resultado consolidado del capítulo IV del anexo I se han eliminado las columnas de porcentaje sobre el importe neto de la cifra de negocios.

No obstante, se incluirá en las notas explicativas la información sobre ingresos por actividades ordinarias procedentes de clientes externos y los activos y pasivos totales vinculados a cada segmento.

- En el apartado «Remuneraciones devengadas por los consejeros y directivos», los conceptos retributivos se han adaptado a los incluidos en el *Informe anual de remuneraciones a los consejeros*.
- En «Transacciones con partes vinculadas» del capítulo IV, se ha añadido un tercer cuadro para recoger los saldos al cierre y se ha reducido el nivel de desglose a facilitar respecto de los gastos e ingresos y otras transacciones.
- Se ha incluido información del periodo corriente en el estado «Otro resultado integral consolidado» que permitirá, en la información del segundo semestre, distinguir entre esta y la del acumulado del ejercicio.
- El capítulo V —Información financiera semestral— se destinará a incluir bien las cuentas semestrales resumidas o completas, o bien las notas explicativas, junto con el informe de gestión intermedio individual y, en su caso, consolidado. Se incluirá en este capítulo el informe de auditoría completo o la revisión limitada de dichas cuentas semestrales resumidas o completas.
- El capítulo VI se ha reservado expresamente para la incorporación, en su caso, del informe especial de auditoría.

Contenido del Estado de información no financiera de acuerdo con la Ley 11/2018 RECUADRO 8

El pasado 29 de diciembre de 2018 se publicó la Ley 11/2018, de 28 de diciembre, por la que se modifica el Código de Comercio, el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital y la Ley de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad, que será de aplicación para los ejercicios que se inicien a partir del 1 de enero de 2018. Esta ley fue precedida por el Real Decreto-ley 18/2017, de 24 de noviembre, que incorporaba al derecho español la Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2014, por la que se modificaba la Directiva 2013/34/UE.

La nueva ley amplía el alcance del anterior Real Decreto-ley 18/2017, ya que pormenoriza con un mayor nivel de concreción las cuestiones que deberá tratar el estado de información no financiera: i) medioambientales; ii) sociales y relativas al personal (que comprende aspectos tales como la brecha salarial, remuneración, implantación de políticas de desconexión laboral, organización del trabajo, absentismo, medidas de conciliación, salud y seguridad, diálogo social, formación, accesibilidad universal de personas con discapacidad, o igualdad de hombres y mujeres); iii) respeto de los derechos humanos; iv) lucha contra la corrupción y el soborno; y v) información sobre la sociedad (compromiso de la empresa con el desarrollo sostenible, subcontratación y proveedores, consumidores, información fiscal y subvenciones recibidas).

Asimismo, se amplía el número de sociedades obligadas a presentar el estado de información no financiera frente al Real Decreto-ley 18/2017, que se

limitaba a las entidades de interés público que cumplieran ciertos requisitos. Con la nueva Ley 11/2018 la consideración de entidades de interés público es solo uno de los criterios a tener en cuenta para ser objeto de esta obligación.

Además, se ha eliminado la posibilidad excepcional que ofrecía el Real Decreto-ley 18/2017 de que las empresas omitiesen información relativa a acontecimientos inminentes o cuestiones que estaban siendo objeto de negociación cuando, en la opinión debidamente justificada del órgano de administración, la divulgación de dicha información pudiese perjudicar gravemente la posición comercial del grupo.

El informe sobre información no financiera deberá ser presentado para su votación en la junta general de accionistas y la información incluida deberá ser verificada por un prestador de servicios de verificación independiente y, sin perjuicio de los requisitos de divulgación previstos en la ley, se pondrá a disposición del público de forma gratuita y será fácilmente accesible en el sitio web de la sociedad por un periodo de cinco años.

La supervisión del proceso de elaboración y presentación de la información financiera y del informe de gestión que incluirá, cuando proceda, la información no financiera preceptiva es una facultad indelegable del consejo de administración de las sociedades cotizadas (nueva letra j) del artículo 529 ter de la Ley de Sociedades de Capital).

4.2 Información referida a accionistas significativos, consejeros, directivos y autocartera

Las comunicaciones de participaciones significativas de accionistas, operaciones de consejeros, directivos y sus vínculos estrechos, así como las declaraciones de operaciones sobre acciones propias de la sociedad cotizada (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 Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril, sobre abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado), que en su artículo 19 regula la obligación de notificación de las personas con responsabilidad de dirección y de las personas estrechamente vinculadas con ellas. El modelo III de directivos⁸ quedó sin efecto a partir del 1 de mayo de 2018. Este modelo se sustituye por un formulario disponible a través de un nuevo trámite, ajustándose así a lo establecido en el Reglamento de Ejecución (UE) 2016/523 de la Comisión Europea.

Durante el ejercicio 2018 se validaron un total de 3.397 notificaciones, lo que supone un descenso del 4,0% respecto a 2017. En cuanto a la distribución de las

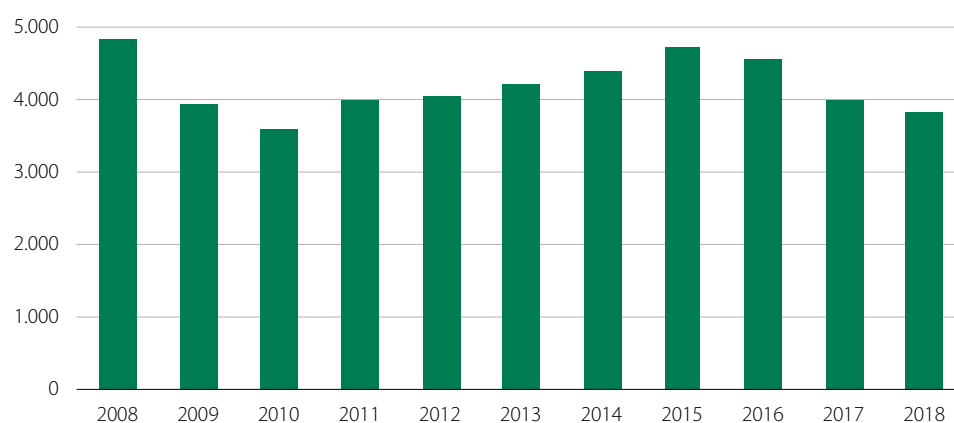
8 Modelo III de la Circular 8/2015, de 22 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se aprueban los modelos de notificación de participaciones significativas, de los consejeros y directivos y sus vínculos estrechos, de operaciones del emisor sobre acciones propias, y otros modelos.

notificaciones registradas, el 45% correspondió a accionistas significativos no consejeros (35% en 2017), el 39% a consejeros (37% en 2017), el 4% a operaciones de autocartera (5% en 2017) y el restante 12% (23% en 2017) corresponde a las notificaciones realizadas por directivos hasta el 1 de mayo de 2017, fecha a partir de la cual estas notificaciones se empiezan a registrar de acuerdo con el modelo establecido por la normativa sobre abuso de mercado.

En este sentido, cabe destacar que uno de los objetivos del Plan de Actividades de la CNMV para este año en materia de gobierno corporativo es la publicación automática de las notificaciones de derechos de voto e instrumentos financieros. Hasta la fecha, a diferencia de las comunicaciones de información privilegiada (hechos relevantes), las relativas a derechos de voto e instrumentos financieros que se reciben en la CNMV se han difundido tras una revisión previa, de carácter general o formal. Este año su publicación pasará a ser automática, lo que no excluirá, como en el caso de los hechos relevantes, su revisión *ex post* por parte de la CNMV.

Evolución de las notificaciones registradas anualmente (2008-2018)

GRÁFICO 4.2.1



Fuente: CNMV.

Notificaciones anuladas y rectificadas

Las notificaciones validadas representaron el 89% de las recibidas (4.295), siendo las restantes anuladas o sustituidas, en su caso, por nuevas comunicaciones. El número de notificaciones erróneas anuladas descendió un 4,2% respecto a 2017.

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 incoherencias. Como en años anteriores, los motivos más frecuentes por los que se requiere la rectificación de una notificación son: i) errores en las fechas, los precios y los 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; o iii) incoherencia 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 45% de las notificaciones anuladas fueron presentadas por consejeros, el 44% por accionistas significativos, el 6% por integrantes de la alta dirección y por entidades o personas con vínculos estrechos con consejeros y directivos de la sociedad cotizada, y el 5% restante corresponde a declaraciones de las sociedades sobre operaciones con acciones propias.

Hasta 2018, la verificación de las notificaciones recibidas se ha venido haciendo *ex ante*, es decir, antes de poner la notificación a disposición del público en la página web de la CNMV. No obstante, el objetivo estratégico para 2019 es que, una vez se modifiquen las aplicaciones de gestión de estas notificaciones y se solventen determinados aspectos técnicos, todas las notificaciones que se reciban electrónicamente a través del trámite específico correspondiente de la sede electrónica de la CNMV se pongan a disposición del público de manera inmediata tras su recepción y, cuando corresponda, la modificación de las mismas se realice *a posteriori*.

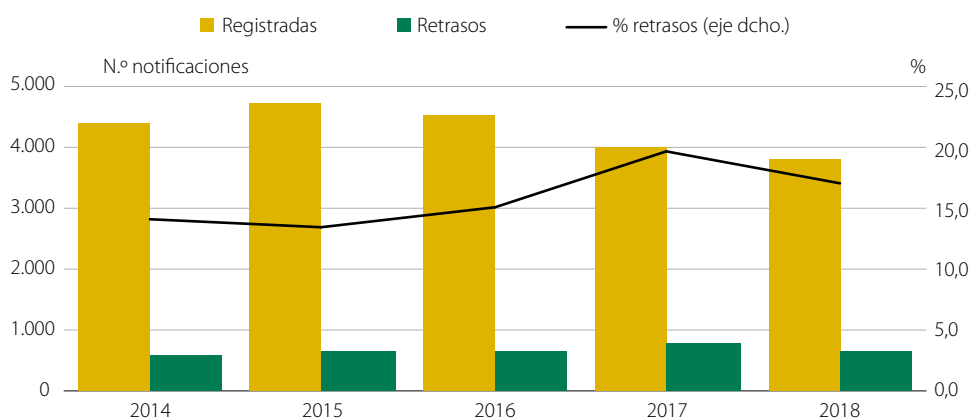
Notificaciones presentadas fuera de plazo

El número de notificaciones recibidas en un plazo superior al máximo establecido en la normativa aumentó hasta 665 (797 en 2017), lo que supone un 17% del total frente al 20% del ejercicio anterior. El 87% de las notificaciones con demora fueron comunicaciones presentadas por consejeros y accionistas significativos (73% en 2017).

En 2018, la proporción de notificaciones presentadas con una demora inferior a 7 días fue del 53,6% (54,3% en 2017). Las demoras de presentación superiores a 90 días disminuyeron hasta el 16,2% (20,4% en 2017).

Notificaciones presentadas con demora

GRÁFICO 4.2.2



Fuente: CNMV.

Notificaciones de 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. 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 5,0 (4,1 en 2017). Durante 2018, las 1.746 notificaciones recibidas (1.393 en 2017) afectaron a participaciones significativas en 109 sociedades cotizadas (118 en 2017) y fueron efectuadas por 351 accionistas distintos (338 en 2017). El

cuadro 4.2.1 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 4.2.1

	Total notificaciones	Menos del 5%	Entre 5 y 15%	Entre 15 y 30%	Entre 30 y 50%	Más del 50%
Ibex 35	570	451	95	10	2	12
Más de 500 millones €	790	477	230	32	36	15
Menos de 500 millones €	386	181	143	30	4	28
Total	1.746	1.109	468	72	42	55
% sobre el total	100	64	27	4	2	3

Fuente: CNMV.

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. El 27 de noviembre de 2015 entró en vigor una modificación del Real Decreto 1362/2007 que incorpora como instrumentos financieros aquellos que tengan un efecto económico similar a los que dan derecho a adquirir acciones, se liquiden o no por entrega física.

Notificaciones referidas a los consejeros

El Real Decreto sobre abuso de mercado obliga, entre otros sujetos, 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, siempre que tenga la discrecionalidad para el ejercicio de los derechos de voto. Además, el Real Decreto de Transparencia obliga a los consejeros a informar de su posición final en derechos de voto o instrumentos financieros. Como se aprecia en el cuadro 4.2.2, durante 2018 los consejeros presentaron 1.474 notificaciones sobre 128 sociedades, lo que representa un aumento del 0,4% respecto al número de comunicaciones recibidas en el ejercicio 2017.

Número de notificaciones sobre derechos de voto correspondientes a consejeros

CUADRO 4.2.2

	Emisores			Notificaciones			Consejeros		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Ibex 35	33	34	35	1.786	534	537	279	252	281
Más de 500 millones €	35	41	40	431	377	406	187	210	221
Menos de 500 millones €	53	59	53	580	556	531	239	239	236
Total	121	134	128	1.797	1.467	1.474	705	701	738

Fuente: CNMV.

Notificaciones de los directivos y vínculos estrechos de los consejeros y directivos

El 3 de julio de 2016 entró en vigor el Reglamento sobre abuso de mercado, cuyo artículo 19 regula las obligaciones de notificación de las operaciones de directivos, así como el Reglamento de Ejecución (UE) 2016/523 de la Comisión, de 10 de marzo de 2016, por el que se establecen las normas técnicas relativas al formato y la plantilla para la notificación y publicación de las operaciones realizadas por directivos de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento y del Consejo. Una de las modificaciones más relevantes es que los vínculos estrechos de los consejeros y directivos deben remitir sus notificaciones directamente. El 1 de mayo de 2018 quedó derogado el modelo III de la Circular 8/2015, que se sustituyó por otro formulario disponible en el nuevo trámite habilitado por la CNMV, ajustándose así a lo establecido en el citado reglamento de ejecución. Como consecuencia, para este apartado del informe solo se computan las notificaciones de directivos realizadas hasta el 1 de mayo de 2018. Hasta esa fecha se recibieron 443 notificaciones de directivos (924 en todo el año 2017). Este tipo de comunicaciones afectaba a 49 sociedades (65 en 2017).

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, para el que España sea el 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. En 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 2018 se validaron en la CNMV un total de 154 notificaciones de operaciones con acciones propias (192 en 2017), que afectaron a 55 emisores, al igual que en el ejercicio anterior. El cuadro 4.2.3 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 el porcentaje final declarado

CUADRO 4.2.3

	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	81	50	11	6	11	2	1
Más de 500 millones €	32	19	10	1	-	1	1
Menos de 500 millones €	41	24	10	1	2	1	3
Total	154	93	31	8	13	4	5

Fuente: CNMV.

Pactos parasociales y acciones concertadas

La Ley de Sociedades de Capital⁹ exige dar publicidad a los pactos parasociales que afecten a las sociedades cotizadas o a las entidades que ejercen el control sobre una

⁹ Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

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 2018, se recibieron en la CNMV un total de 39 hechos relevantes (26 en 2017) sobre pactos parasociales, que afectaron a 21 sociedades cotizadas (17 en 2017).

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 ella se notifique como acción concertada. A lo largo de 2017 se registraron 22 comunicaciones (5 en 2017) de acción concertada entre los accionistas de 11 sociedades cotizadas (4 en 2017).

Contenido de la Circular 2/2018, de 12 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores

RECUADRO 9

La Circular 2/2018¹, de 12 de junio, que resulta de aplicación a los IAGC e IARC correspondientes a los ejercicios cerrados a partir del 31 de diciembre de 2018 (inclusive) mantiene, en términos generales, la estructura y contenidos del IAGC e IARC, adaptando su contenido a la nueva normativa² e introduciendo mejoras técnicas.

Una de las principales novedades radica en permitir a las entidades que no deseen utilizar el documento electrónico normalizado presentar un IAGC e IARC en formato libre, cuyo contenido deberá respetar el contenido mínimo establecido en la LSC, en la Orden ECC 461/2043, de 20 de marzo, y en las circulares de la CNMV. No obstante, estos informes en formato libre deberán, en todo caso, venir acompañados de apéndices estadísticos que formarán parte del informe anual —IAGC o IARC— correspondiente, con la finalidad de que los inversores y el resto de usuarios dispongan siempre de cierta información con un formato estandarizado.

La circular también amplía el alcance de la información que se debe incluir en el IAGC sobre las políticas de diversidad de la sociedad. Así, no solo debe tratarse la diversidad de género, sino también de edad, discapacidad, formación y experiencia profesional de los consejeros.

Asimismo es destacable la inclusión de un nuevo modelo de IAGC para las entidades que integran el sector público institucional que emitan valores que se negocien en mercados oficiales, más simplificado y adaptado a las particularidades de estas entidades.

En relación con el IARC, además de algunos ajustes técnicos —como la remuneración de algunos apartados— se reformulan los apartados A, C y D. En concreto, los apartados A (política de remuneraciones de la sociedad para el ejercicio en curso) y C (resumen global de cómo se aplicó la política de retribuciones durante el ejercicio cerrado, que pasa a ser el B) se reformulan para que las sociedades incluyan información más clara y precisa. En el apartado D (detalle de las retribuciones individuales correspondientes a cada uno de

los consejeros, C en la nueva circular), se considera retribución del ejercicio —por la aplicación del criterio de devengo— el beneficio bruto de las acciones o instrumentos financieros consolidados, aunque no se haya producido su ejercicio, en el caso de instrumentos de naturaleza opcional, así como la remuneración que se deriva de la consolidación de derechos derivados de sistemas o planes de ahorro, sin esperar a su ejecución o a que acaezca alguno de los supuestos de contingencia previstos en el plan.

- 1 Circular 2/2018, de 12 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular 5/2013, de 12 de junio, que establece los modelos de informe anual de gobierno corporativo 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, y la Circular 4/2013, de 12 de junio, que establece los modelos de 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.
- 2 Real Decreto-ley 18/2017, de 24 de noviembre, por el que se modifican el Código de Comercio, el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad.

4.3 Informe de gobierno corporativo

En el año 2018, 137 sociedades anónimas cotizadas y 25 emisores de renta fija presentaron el informe anual de gobierno corporativo (IAGC) correspondiente al ejercicio 2017, conforme a lo previsto en el artículo 540 de la Ley de Sociedades de Capital; en el artículo 31 de la Ley 26/2013, de 27 de diciembre, de cajas de ahorros y fundaciones bancarias; y en la disposición adicional séptima del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (TRLMV).

En general, no se produjeron incidencias en la recepción telemática de los informes, si bien se remitió requerimiento a una sociedad por su presentación fuera de plazo (nueve en 2017).

A partir de los IAGC de las sociedades, la CNMV elabora y publica anualmente en su página web un informe en el que se analizan, en términos agregados, las principales pautas de gobierno corporativo de los emisores y se difunde una diversidad de datos estadísticos individualizados de cada entidad.

De acuerdo con el **informe anual de gobierno corporativo** de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales correspondiente al ejercicio 2017, los **aspectos y tendencias más relevantes de las prácticas de gobierno corporativo** de las sociedades cotizadas son los que se detallan a continuación.

Aplicación del principio «cumplir o explicar»

El grado de seguimiento del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas en su tercer año de aplicación (se aprobó en febrero de 2015) fue elevado. En promedio, las sociedades cotizadas cumplieron el 84,6% de las recomendaciones del nuevo código (en 2016 el grado de seguimiento fue del 83,9%) y, de forma parcial el 7% (7,4% en 2016). Por tanto, a nivel agregado, las recomendaciones que no fueron

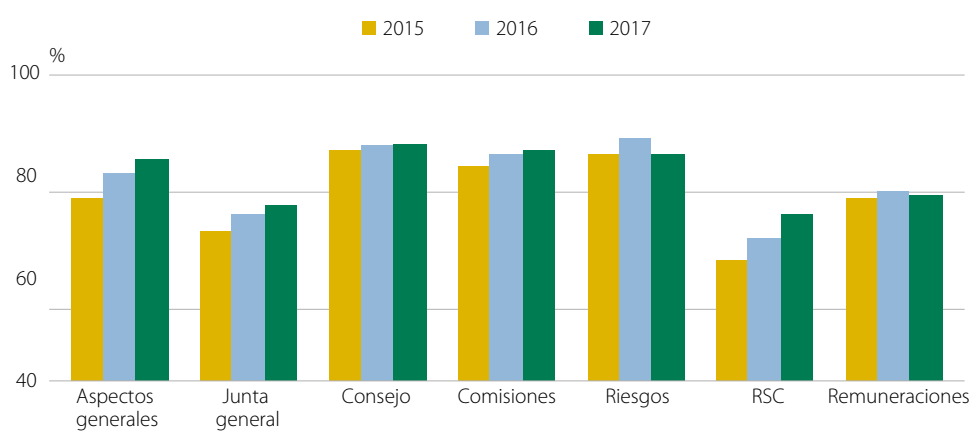
observadas por las sociedades cotizadas ni siquiera de forma parcial supusieron solamente el 8,4% del total.

Como en ejercicios anteriores, las sociedades del Ibex 35 se mantuvieron en un porcentaje medio de seguimiento (89,4%), superior al de la media registrada por el conjunto de sociedades cotizadas.

El gráfico 4.3.1 muestra la evolución del grado de seguimiento medio de las recomendaciones del Código de buen gobierno, agrupadas por categorías.

Grado de seguimiento de las recomendaciones del Código de buen gobierno

GRÁFICO 4.3.1



Fuente: IAGC de las empresas y CNMV.

En cuanto a las explicaciones de no seguimiento de las recomendaciones, la CNMV analizó una muestra de 407 de las incluidas en los IAGC de 2017, que suponían el 34,6% del total, todas ellas relativas a las 10 recomendaciones menos seguidas del Código de buen gobierno.

Como resultado de la revisión de los criterios empleados por las sociedades cotizadas para informar en el IAGC sobre el grado de cumplimiento de las recomendaciones del Código de buen gobierno o para explicar los motivos de su no seguimiento, se enviaron requerimientos a 17 sociedades (26 en 2017), solicitando información, aclaraciones adicionales o información correcta sobre el seguimiento de determinadas recomendaciones del código. La mayoría de los escritos enviados incluían orientaciones destinadas a mejorar la calidad de las explicaciones ofrecidas cuando no se ajustan a las recomendaciones y mencionaban la conveniencia de seguir las indicaciones de la *Guía técnica de buenas prácticas del principio «cumplir o explicar»*, puesta a disposición del público en la página web de la CNMV en julio de 2016.

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

Junta general de accionistas

El porcentaje medio de capital que participó en las juntas celebradas en 2017 se situó en el 69,3% (68,3% en 2016). La participación media, en términos del porcentaje

de capital presente o representado en la junta, sigue estando negativamente correlacionada con el capital flotante de la sociedad, de tal forma que la primera suele ser mayor cuanto menor es el segundo.

Consejo de administración y consejeros

El número total de miembros de los consejos de las sociedades cotizadas ascendió a 1.367 (1.346 en 2016). El porcentaje que corresponde a compañías del Ibex 35 descendió ligeramente hasta el 33% (34% en 2016).

El tamaño del consejo se situó de media en 9,8 miembros (mismo número que en 2016), mientras que esa media fue de 12,9 consejeros en las sociedades del Ibex 35 (13,1 en 2016). En 2017 el tamaño del consejo se ha situado entre el mínimo de 5 y el máximo de 15 que recomienda el Código de buen gobierno en el 92,1% de las sociedades (90,5% en 2016). Los consejos con más de 15 miembros (5%) continuaron concentrándose casi exclusivamente en compañías del Ibex 35.

Los presidentes de los consejos de las sociedades cotizadas siguieron siendo mayoritariamente ejecutivos (53,2% de las sociedades, 1,5 puntos porcentuales menos que en 2016). Por otra parte, aumentó hasta el 11,5% el porcentaje de presidentes que tenían la condición de consejeros independientes (10,9% en 2016).

En cuanto a la categoría de los miembros del consejo de administración, el 98,6% de las sociedades contaba con una mayoría de consejeros no ejecutivos en el consejo (98,5% en 2016).

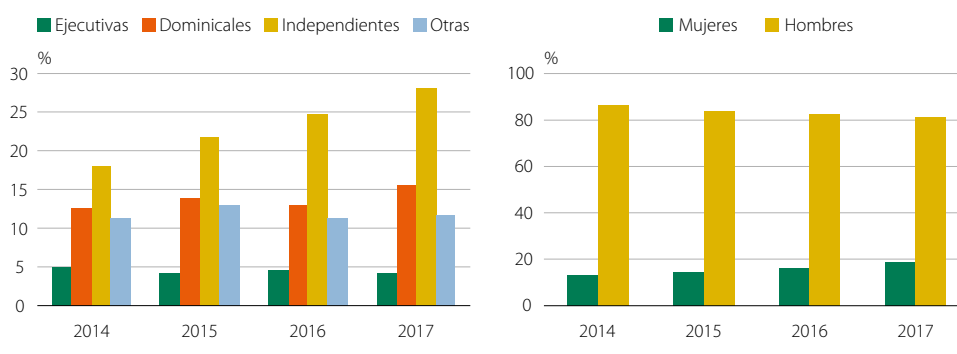
En 2017, en el 60% de las sociedades del Ibex 35 los independientes representaban al menos la mitad de los consejeros. Del resto de sociedades, el 68,3% tenía al menos un tercio de consejeros independientes en sus órganos de administración.

El porcentaje de mujeres en los consejos se ha incrementado desde 2013 en 6,9 puntos porcentuales, para situarse en el 18,9% en 2017 (16,6% en 2016) y el 22,8% en el Ibex 35 (19,7% en 2016), cifra todavía muy alejada del objetivo del 30% de presencia femenina en los consejos de administración para 2020 establecido en la recomendación 14 del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas. Por categorías, destaca el incremento de 3,4 puntos porcentuales de consejeras calificadas como independientes, que pasaron a representar un 28,2% del total de independientes en 2017. También aumentó el porcentaje de consejeras dominicales hasta alcanzar el 15,7%, y el de otras externas hasta llegar al 12,1%. En cambio, el porcentaje de consejeras ejecutivas se redujo respecto al ejercicio anterior (4,5%).

El gráfico 4.3.2 muestra la evolución de la presencia femenina en los consejos, según la categoría de la consejera.

Porcentaje de mujeres consejeras sobre total de consejeros

GRÁFICO 4.3.2



Fuente: IAGC de las empresas y CNMV.

Comisiones del consejo

En 2017, un 36% de las sociedades cotizadas tenía constituida una comisión delegada con funciones ejecutivas (38% en 2016). La constitución de una comisión de auditoría y de una comisión de nombramientos y retribuciones (o, en este segundo caso, de dos comisiones separadas) es un requisito obligatorio para todas las sociedades cotizadas.

Por último, la CNMV publica desde hace cinco años en su página web el **Informe anual sobre remuneraciones de los consejeros** (IARC), en el que se recogen de forma agregada las principales características de las políticas y prácticas retributivas aplicadas a los consejeros, obtenidas del informe anual sobre remuneraciones de los consejeros que publica cada sociedad cotizada.

En el año 2018, 139 sociedades anónimas cotizadas presentaron el informe correspondiente al ejercicio 2017, conforme a lo previsto en el artículo 541 de la Ley de Sociedades de Capital.

Las retribuciones medias por consejo y por consejero se situaron en 2017 en 3,7 millones de euros y 369.000 euros anuales, respectivamente. La retribución media por consejero supone un aumento del 6% con respecto al año anterior. Este incremento se explica, en su mayor parte, por el vencimiento de planes de incentivos plurianuales en dos compañías¹⁰. Sin tener en cuenta estas dos sociedades, la remuneración media por consejero hubiera descendido un 1,1%.

Por otro lado, la remuneración media devengada globalmente por los consejos de administración de las sociedades cotizadas fue, en promedio, un 15,9% superior a la del año anterior. Sin tener en cuenta el vencimiento de sistemas retributivos plurianuales en dos sociedades¹¹, el incremento hubiera sido del 6,3%.

10 Acciona y Cie Automotive.

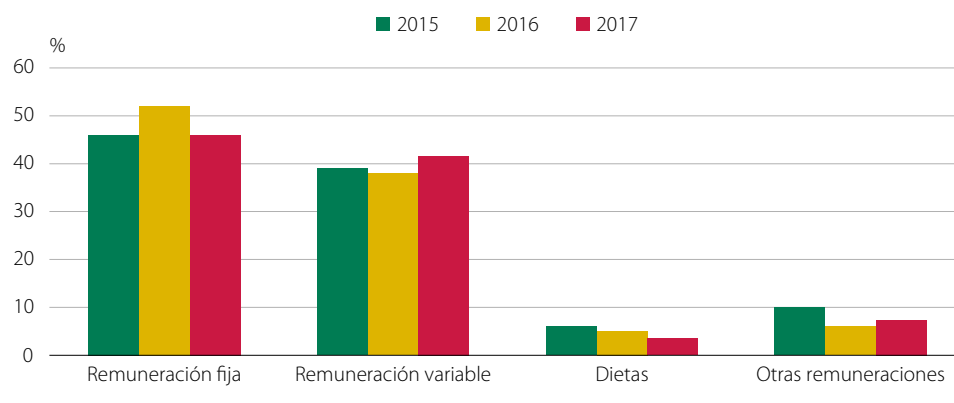
11 ACS y Cie Automotive.

Desde 2013, primer ejercicio en el que se publicó este Informe sobre los IARC de las sociedades cotizadas, se observa una tendencia alcista en la remuneración de los consejeros, con un incremento del 29% en su retribución media para el periodo 2013-2017.

El gráfico 4.3.3 muestra la remuneración del consejo distribuida por conceptos:

Remuneración por conceptos

GRÁFICO 4.3.3



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

Aunque, como ocurría en 2016, su peso específico también se ha reducido en 2017, el importe más significativo de los componentes que conforman la remuneración sigue correspondiendo a la retribución fija, que representa el 46% del total. Por su parte, el porcentaje que supone la remuneración variable respecto al total de la remuneración se ha incrementado en 6 puntos porcentuales, con lo que ha alcanzado el 43% del total, y continúa presentando mayor relevancia en las empresas de elevada capitalización. En particular, y para las empresas comprendidas en el Ibex 35, la retribución variable (representativa de lo que puede considerarse un incentivo a corto plazo) supone, de media, el 33% de la remuneración estimada entre los consejeros delegados. Por otra parte, el valor de las acciones restringidas y las opciones (representativos de lo que puede considerarse un incentivo a medio o largo plazo) otorgadas a los consejeros delegados de las mismas empresas representa, de media, tan solo un 5% de su remuneración anual estimada, frente a la media del 19% en países de nuestro entorno.

Iniciativa de la CNMV para fomentar la presencia de mujeres en los consejos de administración y en la alta dirección

RECUADRO 10

En octubre de 2018 la CNMV decidió hacer pública también en un informe separado la información sobre la presencia de mujeres en los consejos de administración y en la alta dirección que las sociedades cotizadas reportan en sus informes anuales de gobierno corporativo (IAGC).

El primer informe de este tipo, que se publicó a finales de octubre de 2018, contiene información individualizada para cada una de las sociedades cotizadas, que figuran agrupadas en tres categorías en función de su capitalización bursátil: las del Ibex 35, las que tienen un nivel de capitalización superior a 500 millones de euros y las restantes.

Para cada compañía figura el número de consejeras por categoría (ejecutivas, dominicales, independientes y otras externas) y el porcentaje que representan sobre el conjunto de consejeros en cada una de las categorías, así como el número total de consejeras y el porcentaje que suponen en el consejo.

Asimismo, el informe contiene esos mismos datos respecto de las mujeres en la alta dirección, es decir, el número de mujeres en la alta dirección en cada sociedad cotizada y el porcentaje que representan sobre el número total de altos directivos comunicado.

A continuación se incluye un cuadro resumen de los datos publicados:

**Presencia de mujeres en el consejo de administración
y en la alta dirección**

CUADRO R10.1

	2017							
	Total mujeres		Ibex 35		Más de 500 M €		Menos de 500 M €	
	Número	%/total	Número	%/total	Número	%/total	Número	%/total
Total consejeras	258	18,9	103	22,8	81	18,4	74	15,6
Dominicales	72	15,7	19	16,5	30	17,7	23	13,2
Ejecutivas	10	4,5	3	4,2	2	2,8	5	6,4
Independientes	163	28,1	77	33,9	46	27,5	40	21,4
Otras externas	13	12,2	4	10,3	3	9,4	6	16,7
Mujeres alta dirección (excl. altas directivas consejeras)	156	14,8	62	14,3	60	16,9	34	12,9

La publicación de estos datos tiene como finalidad contribuir a promover la presencia de mujeres en el máximo nivel de gobierno de las entidades, en línea con las diversas disposiciones y recomendaciones establecidas tanto en el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital como en el Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas en relación con la aprobación por parte de estas sociedades de políticas que garanticen la diversidad en los consejos de administración.

5.1 Contratación y poscontratación

Entre los objetivos de la supervisión de los mercados secundarios destaca la detección y prevención de posibles conductas de abuso de mercado. La CNMV recurre, con esta finalidad, a diversas fuentes de información, entre las que sobresale la comunicación diaria de operaciones sobre instrumentos financieros ejecutadas por las empresas de servicios de inversión, las entidades de crédito y, en determinadas circunstancias, los mercados. La información contenida en estas comunicaciones alimenta un sistema de alarmas, denominado Sistema avanzado de monitorización de mercados secundarios (SAMMS). Otra importante fuente de información es la comunicación de operaciones sospechosas por parte de las entidades.

A lo largo de 2018, la CNMV ha completado la implantación del nuevo sistema de reporte según la nueva normativa aplicable desde el 3 de enero: instrucciones de reporte, esquemas y validaciones con el objetivo de que las entidades no solo cumplan con esta obligación, sino que lo hagan con unos elevados estándares de calidad. El nuevo marco regulatorio ha ampliado el universo de entidades obligadas, además de incrementar el nivel de detalle en la comunicación de las operaciones. Por ello, la CNMV ha proporcionado soporte a las entidades para atender las incidencias y responder a las consultas más frecuentes y ha incidido en un cumplimiento con unos elevados estándares de calidad. En este aspecto, la CNMV ha remitido varios avisos generales a las entidades obligadas —derivados de las pruebas generales de calidad efectuadas—, las ha contactado bilateralmente en determinados casos para corregir errores particulares y ha revisado individualmente la comunicación de operaciones de otras entidades, lo que ha dado lugar a siete requerimientos que se referían tanto a la falta de calidad en el contenido de los reportes como a la omisión de comunicación de operaciones.

En 2018 se recibieron más de 110 millones de registros (un 10% más que en 2017) de comunicación de operaciones ejecutadas sobre instrumentos financieros. En comparación con el año anterior, el número de registros recibidos se ha mantenido constante, si bien tanto la tipología de las operaciones objeto de comunicación como el universo de entidades obligadas es diferente. Las entidades con obligación de reporte a la CNMV han ascendido a 177 de media, y se han recibido también reportes de algunos de los mercados, de sus miembros o de participantes no sujetos a la Directiva MiFID. Cabe señalar que las sucursales españolas de entidades extranjeras reportan ahora a la autoridad competente de su matriz, y varias de ellas continúan siendo grandes operadores de nuestros mercados.

El 3 de enero de 2018 entró en aplicación el nuevo marco normativo compuesto por la Directiva MiFID II¹ y el Reglamento MiFIR². Desde el punto de vista de los centros de negociación y de los instrumentos financieros, se han producido importantes novedades:

Negociación de instrumentos de renta variable

Una de las principales novedades introducidas por el Reglamento MiFIR es la limitación aplicable en cuanto a la operativa en acciones que se puede llevar a cabo fuera de los centros de negociación e internalizadores sistemáticos (*shares trading obligation*).

Desde la fecha de aplicación del nuevo marco, los porcentajes de negociación de los internalizadores revelan una actividad significativa sobre el total de la negociación. Conviene señalar que parte de las operaciones que se incluían dentro de la actividad OTC antes del año 2018 pasan a estar recogidas por los internalizadores sistemáticos con la entrada del nuevo marco. Los internalizadores están sujetos a unos requisitos sobre transparencia y sobre las cotizaciones que ofrecen, con objeto de impedir la competencia desleal con los mercados.

Otra de las nuevas obligaciones introducidas es la aplicación de un régimen armonizado de variaciones mínimas de cotización (*tick size*) por parte de los centros de negociación. Desde el inicio mismo de la aplicación del nuevo régimen se detectaron tanto la necesidad de extenderlo a los internalizadores sistemáticos como la conveniencia de exceptuar las acciones de terceros países. Ambos cambios se están abordando mediante sendos procesos de revisión normativa.

El límite al uso de ciertas excepciones a la transparencia de órdenes y cotizaciones (*double volume cap*), tanto con respecto al propio centro de negociación (4%) como a la Unión Europea (8%), está teniendo también un efecto significativo en la estructura del mercado europeo. En el caso español, la aplicación del mecanismo de limitación de volumen afectó a 20 instrumentos por superación del 8% con respecto a la Unión Europea, pero en ningún caso porque la negociación de los centros de negociación nacionales hubiese superado el umbral del 4%.

Asimismo, desde la entrada en aplicación del nuevo marco, se ha observado una incipiente proliferación de sistemas de subasta periódica (*periodic auctions*) en algunos centros de negociación europeos. Aunque sus niveles de negociación todavía se mantienen en porcentajes moderados, ESMA y las autoridades nacionales competentes (ANC) han iniciado un proceso de revisión de estos sistemas para analizar el encaje normativo de algunas de sus características y dar una respuesta regulatoria a las posibles dudas que puedan plantear.

Negociación de instrumentos de renta fija y derivados

Las novedades de MiFID II y MiFIR, tanto desde el punto de vista de la estructura de mercado como de la aplicación del régimen de transparencia, han

conllevado también importantes cambios en la negociación de los instrumentos de renta fija y de derivados.

Con carácter general y a nivel europeo se ha observado un incremento de la negociación de renta fija a través de centros de negociación, en buena parte correspondiente a operaciones preacordadas que se reportan a centros de negociación y a una reacción del sector ante la posible calificación involuntaria como internalizadores sistemáticos de entidades que operan por cuenta propia en el ámbito OTC.

Desde el punto de vista de la estructura de mercado, CAPI OTF (gestionado por CM Capital Markets Brokerage, S.A., AV) y CIMD OTF (gestionado por CIMD SV, S.A., del Grupo CIMD Corretaje e Información Monetaria y de Divisas, S.A.) comenzaron sus operaciones como sistemas organizados de contratación (OTF, por sus siglas en inglés) en enero de 2018. Estos dos OTF españoles se encuentran, además, entre los 13 centros de negociación en Europa que negocian instrumentos derivados sujetos a la obligación de negociación de estos instrumentos, conforme al artículo 28 del Reglamento MiFIR.

Por otro lado, un total de seis entidades han notificado a la CNMV el desarrollo de actividad de internalización sistemática, principalmente en instrumentos de renta fija y derivados.

Actividades de los proveedores de suministro de datos

El Reglamento MiFIR introduce la obligación de reportar a un agente de publicación autorizado (APA) las operaciones realizadas en el ámbito OTC, con carácter general, y las realizadas por los internalizadores sistemáticos, como caso particular de la operativa OTC.

En España, BME Servicios Regulatorios comenzó sus operaciones como APA a comienzos de año. En el contexto europeo se ha observado cierto nivel de concentración en el reporte de operativa OTC (incluida la de los internalizadores sistemáticos) en un número reducido de APA a nivel europeo.

El nuevo escenario de mayor fragmentación ha evidenciado la necesidad que tienen los participantes de consolidar información proveniente de diferentes fuentes. Desde el inicio del nuevo marco, la ausencia de un proveedor de información consolidada (CTP, por sus siglas en inglés) como iniciativa privada está suponiendo dificultades para los participantes de los mercados que demandan tener un acceso único a la información sobre la actividad de un instrumento financiero dado.

Comercialización de datos de mercado (*market data*) y acceso a información gratuita con 15 minutos de retraso desde la publicación

ESMA y las autoridades nacionales (ANC) comparten la opinión de que resulta necesario permitir a los participantes del mercado sacar el máximo partido de la información generada a través del nuevo marco normativo. En este contexto, los usuarios de la información producida han identificado varias dificultades: i) el acceso a la información en unas condiciones comerciales

razonables, ii) el coste de mantener una estructura de conectividad múltiple y iii) la falta de desarrollo o las barreras al acceso a la información con un retraso de 15 minutos desde la publicación.

En este primer año del nuevo marco normativo, las ANC se han comprometido en el ámbito de ESMA a adoptar prácticas de supervisión convergentes sobre las obligaciones relativas a la comercialización de datos de mercado. Por otro lado, ESMA ha coordinado trabajos de supervisión sobre el acceso a la información con un retraso de 15 minutos. Se espera que este impulso coordinado de supervisión aporte una mejor accesibilidad a corto plazo.

Información sobre instrumentos de referencia y sobre cálculos de transparencia

Para el desarrollo del sistema de comunicación de operaciones (*transaction reporting*) y de cálculos de transparencia (FITRS, Financial Instruments Transparency System), se ha realizado un esfuerzo conjunto por parte de los centros de negociación, las APA, las ANC y ESMA. Ambos sistemas se soportan sobre el sistema de información de datos de referencia de los instrumentos (FIRDS, Financial Instrument Reference Data System), que permite identificar los instrumentos admitidos o negociados en los centros de negociación. Sobre estos instrumentos surge la obligación de comunicación de operaciones y de aplicación del régimen de transparencia. En el caso del sistema de comunicación de operaciones, la obligación se extiende sobre los instrumentos cuyo subyacente está admitido o negociado en un centro de negociación. FIRDS gestiona diariamente un volumen muy alto de instrumentos que se traduce en millones de registros.

La complejidad y dimensión del proyecto de recogida de información, de cálculos y de publicación de la actividad de los instrumentos ha generado que la situación todavía no sea óptima y se han desarrollado diversas iniciativas para incrementar la cobertura de los instrumentos y la calidad de la información.

- 1 Directiva 214/65/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.
- 2 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).

Además, se recibieron más de 285 millones de registros relativos a operaciones sobre instrumentos financieros españoles de las autoridades competentes de otros Estados miembros de la Unión Europea (un 8,3% más que el año anterior). Por su parte, la CNMV reenvió algo más de 23 millones de registros (una cifra similar a la de 2017) a las autoridades competentes de otros Estados miembros.

Todo este sistema descansa a su vez sobre otra obligación de reporte relativa a los datos de los instrumentos que realizan nuestros mercados, para consolidar con carácter diario la base europea de instrumentos que publica ESMA (el FIRDS, Financial Instrument Reference Data System).

A lo largo de 2018, la CNMV —al igual que el resto de autoridades competentes—, en sus labores de supervisión de la calidad de la información remitida al FIRDS, ha incidido especialmente en la calidad de datos de referencia como el uso correcto del código LEI del emisor, el código CFI de los instrumentos o la correlación entre los instrumentos remitidos al sistema FIRDS y al régimen de transparencia. Para ello se ha estado en continuo contacto con los centros de negociación para la corrección de las incidencias detectadas.

A finales de 2018 los registros en el sistema FIRDS de la CNMV se extendían a 6 mercados regulados, 4 sistemas multilaterales de negociación, 2 sistemas organizados de contratación y 6 internalizadores sistemáticos. El flujo regular diario durante el año ha sido de 21 ficheros, correspondientes a 19 códigos de mercado (MIC) diferentes y el número de instrumentos informado ha pasado de alrededor de 28.000 diarios a principios de año a más de 35.000 diarios a finales de 2018. Los instrumentos activos en la base de datos de ESMA cuya autoridad competente relevante era la CNMV ascienden a 123.652 a 31 de diciembre.

En el cuadro 5.1.1 se puede observar que el número de operaciones en los centros de negociación bajo supervisión de la CNMV disminuyó un 12% con respecto a 2017. En cambio, los datos sobre el volumen negociado registran un aumento del 92%, por la incorporación a las estadísticas de 2 OTF (CIMD OTF y CAPI OTF).

Número de operaciones y volumen

CUADRO 5.1.1

Mercados	N.º operaciones (miles de operaciones)			Nominal/efectivo (millones de euros)		
	2017	2018	% var. 18/17	2017	2018	% var. 18/17
Renta variable	50.947	44.225	-13,2	651.489	587.507	-9,8
Renta fija	73	76	4,1	213.666	678.369	217,5
Mercado regulado	59	31	-47,5	76.048	112.476	47,9
SMN	14	15	7,1	137.618	101.088	-26,5
OTF	–	30	–	–	464.805	–
Derivados	3.534	3.803	7,6	726.158	1.788.998	146,4
Total mercados	54.553	48.104	-11,8	1.591.313	3.054.874	92,0
Liquidación	10.907	9.165	-16,0	36.061.115	20.735.046	-42,5
Compensación	105.398	91.992	-12,7	2.317.536	1.976.536	-14,7
Total	170.859	149.261	-12,6	39.969.964	25.766.456	-35,5

Fuente: CNMV.

Los **requerimientos** enviados por la CNMV en su labor de supervisión de los mercados, así como los informes elaborados en dicho ámbito, se reflejan en el cuadro 5.1.2.

Resumen de la actividad supervisora de los mercados

CUADRO 5.1.2

Mercados	Requerimientos	Informes de supervisión	Informes remitidos a otras direcciones u organismos	Informes periódicos
Renta variable				
2017	160	96	26	26
2018	171	74	35	26
Renta fija				
2017	19	4	18	8
2018	6	0	9	0
Derivados				
2017	1	1	0	30
2018	3	2	0	27
Liquidación				
2017	1	1	1	0
2018	5	0	0	0
Compensación				
2017	28	21	0	12
2018	23	1	2	0
Otros				
2017	14	7	0	50
2018	36	0	0	23
Total				
2017	223	130	45	126
2018	244	77	46	76

Fuente: CNMV.

La obligación que impone el artículo 16 del Reglamento sobre abuso de mercado a las ESI y a los mercados de reportar a su autoridad competente órdenes u operaciones que pudieran infringir el régimen de abuso de mercado constituye otro instrumento básico de supervisión para la CNMV. El número de operaciones sospechosas reportadas (STOR, Suspicious Transaction and Order Report) ascendió a 232 (un número similar a las recibidas en 2017). Como en años anteriores, la mayoría de las STOR estaban referidas al potencial uso o intento de uso de información privilegiada (66%) y el resto, a posibles manipulaciones de mercado¹. La mayor parte (69%) de las STOR recibidas corresponden a acciones del mercado continuo y, en segundo lugar, a instrumentos derivados (aunque han disminuido de un 15% a un 10%); por el contrario, las comunicaciones relativas a operaciones de renta fija se han incrementado hasta el 7%.

Aproximadamente el 40% de las STOR fueron comunicaciones sospechosas sobre instrumentos españoles recibidas de otros reguladores (un porcentaje similar al del año anterior), frente al 7% del total de comunicaciones enviadas desde la CNMV a otros reguladores (ligeramente inferior a las enviadas en 2017).

1 El Reglamento Delegado (UE) 2016/957 de la Comisión, de 9 de marzo de 2016, clasifica en su artículo 1 las operaciones sospechosas en las siguientes categorías: manipulación de mercado, operaciones con información privilegiada, intento de manipular el mercado e intento de operar con información privilegiada.

Renta variable

Una de las actividades básicas de supervisión de la integridad de los mercados por la CNMV consiste en la vigilancia del cumplimiento por parte de los emisores de la obligación impuesta por el artículo 17.1 del Reglamento sobre abuso de mercado. El número de **comunicaciones de información relevante** registradas ascendió a 8.691 (un 3,4% menos que en 2017). En el cuadro 5.1.3 se desglosa el número de hechos relevantes clasificados según su tipología.

Hechos relevantes recibidos en la CNMV

CUADRO 5.1.3

Tipo	2017	2018	% var. 18/17
Instrumentos financieros	5.087	4.759	-6,4
Aumentos y reducciones del capital social	189	183	-3,2
Ofertas públicas de suscripción y venta	46	41	-10,9
Información sobre dividendos	211	210	-0,5
Colocación de grandes paquetes accionariales	57	29	-49,1
Suspensiones y levantamientos de negociación	33	28	-15,2
Calificaciones crediticias	117	115	-1,7
Fondos de titulización	3.275	3.117	-4,8
Otros sobre instrumentos financieros	1.159	1.036	-10,6
Negocio y situación financiera	2.201	2.084	-5,3
Información sobre resultados	1.550	1.530	-1,3
Situaciones concursales	11	3	-72,7
Otros sobre negocio y situación financiera	640	551	-13,9
Operaciones corporativas	425	559	31,5
Transformaciones, fusiones, escisiones y disoluciones	36	64	77,8
Acuerdos estratégicos con terceros	18	45	150,0
Transmisiones y adquisiciones de participaciones societarias	108	161	49,1
Otros sobre operaciones corporativas	263	289	9,9
Gobierno corporativo y convocatorias oficiales	1.281	1.289	0,6
Convocatorias y acuerdos de juntas y asambleas generales	476	494	3,8
Composición del consejo de administración	318	312	-1,9
Informe anual de gobierno corporativo	171	166	-2,9
Otros sobre gobierno corporativo	316	317	0,3
Total	8.996	8.691	-3,4

Fuente: CNMV.

La **suspensión temporal de la negociación** es una medida excepcional que puede adoptar la CNMV en casos de graves asimetrías o insuficiencias de información que no permiten la correcta formación de precios. En 2018 se observa una ligera disminución tanto del número de emisores afectados como de las suspensiones de negociación.

Suspensiones temporales de cotización en bolsa

CUADRO 5.1.4

	2017	2018
Número de emisores suspendidos	15	13
Número de suspensiones	18	16
Por necesidad de difundir información relevante	12	11
Por finalización del plazo de aceptación de opa de exclusión	5	4
Otras	1	1

Fuente: CNMV.

La **prospección del mercado** con anterioridad a la venta de un paquete significativo de acciones es una actuación que supone normalmente el acceso a información privilegiada por parte de un número significativo de entidades. Por ello la CNMV vigila que esta práctica cumpla con las condiciones establecidas por el Reglamento sobre abuso de mercado. Durante 2018 se llevaron a cabo un total de 11 colocaciones aceleradas de grandes paquetes accionariales que afectaron a 9 sociedades emisoras (1 de ellas fue objeto de 3 colocaciones a lo largo del año). El número de colocaciones realizadas en los años 2016 y 2017 fue, respectivamente, de 12 y 18.

A través de las colocaciones aceleradas puede tener lugar: i) la venta de acciones de una sociedad emisora por cuenta de la propia sociedad, tratándose en consecuencia de una venta de autocartera; ii) la venta de acciones de una sociedad emisora por cuenta de un accionista significativo; o iii) la colocación de acciones de nueva emisión de la sociedad emisora mediante una ampliación de capital sin derecho de suscripción preferente. En relación con estas últimas, la finalidad de alguna de las colocaciones ejecutadas a lo largo de este año ha sido, por una parte, la búsqueda de financiación y, por otra, el interés en encontrar accionistas que fueran inversores institucionales con una vocación de permanencia en el capital de la sociedad por su perfil inversor.

En ocho de esas operaciones se colocaron acciones emitidas de las que era titular algún accionista significativo de la sociedad emisora, mientras que en las tres restantes las acciones procedieron de ampliaciones de capital o de acciones mantenidas en autocartera por el emisor. Los porcentajes de colocación oscilaron entre el 2,4% y el 15,2%. Una de las colocaciones se realizó sin descuento respecto al precio de cierre de la sesión, mientras que en el resto los descuentos se situaron entre el 12,6% y el 1% aproximadamente. Todas las colocaciones aceleradas, a excepción de una en la que la cotización del valor había sido previamente suspendida, comenzaron tras el cierre de mercado y finalizaron con anterioridad al inicio de la sesión bursátil siguiente.

Además de estas colocaciones aceleradas de acciones, en 2018 hubo una colocación acelerada de derechos de suscripción realizada por un accionista de la sociedad emisora.

En este tipo de operaciones es habitual que la sociedad emisora o el accionista significativo dé un mandato a una o varias entidades financieras para que lleven a cabo una prospección de mercado con la finalidad de determinar el apetito inversor en relación con los valores que se ofrecen. Además, es habitual que en el marco de las prospecciones de mercado se transmita información privilegiada.

En este sentido, el Reglamento sobre abuso de mercado y su normativa de desarrollo definen lo que se entiende por prospección de mercado y señalan las obligaciones que

deben cumplirse para que la comunicación de información privilegiada que se realiza en el marco de una prospección de mercado se considere efectuada en el normal ejercicio del trabajo, profesión o funciones y, por tanto, no se trate de una comunicación ilícita de información privilegiada. Dichas obligaciones afectan a los requisitos que tanto el participante del mercado que comunica información en el marco de una prospección de mercado como el que la recibe deben cumplir, y estos se refieren a aspectos como la valoración sobre el carácter privilegiado de la información transmitida o la necesidad de elaborar y conservar registros de la información que se transmite y de mantener registros de los potenciales inversores con los que se contacta.

Debido a la importancia que para la integridad de nuestros mercados tiene la observancia de la normativa en este aspecto, la CNMV ha seguido llevando a cabo una supervisión activa de las colocaciones aceleradas ejecutadas a lo largo del año. Por una parte, a través de la monitorización de la cotización de los valores afectados por dichas colocaciones y la supervisión de los hechos relevantes publicados al respecto. Por otra parte, a través de la intervención, mediante la remisión de requerimientos de información, a las entidades encargadas de realizar la prospección de mercado y a las entidades que recibieron la información en dicha prospección, con la finalidad de determinar si su actuación se ha ajustado a lo establecido en la normativa sobre abuso de mercado en relación con las prospecciones de mercado y si ha podido haber un uso ilícito de información privilegiada. Como resultado de estas actuaciones, la CNMV ha remitido diversas cartas de advertencia a varias entidades.

Otro aspecto importante en la labor de supervisión de la CNMV es la relativa a la operativa de autocartera de las sociedades emisoras y, en particular, a la **gestión discrecional de la autocartera**. Tal y como se ha venido reiterando por parte de la CNMV, son dos los posibles riesgos asociados a la operativa discrecional de autocartera. El primero de ellos se refiere a la generación de señales falsas o engañosas sobre el volumen, lo que podría inducir a error al inversor respecto al grado de liquidez del valor. El segundo de los riesgos hace referencia a la posible generación de señales engañosas en cuanto al precio, que pueden afectar a su formación en la medida en que se haga con volúmenes elevados o a precios alejados de la horquilla vigente en el mercado.

Es importante, habida cuenta de estos riesgos, que las sociedades que la realicen extremen la prudencia en la gestión discrecional de autocartera y, en particular, que consideren circunscribir su operativa de autocartera a los programas de recompra del Reglamento sobre abuso de mercado y a los contratos de liquidez contemplados en la Circular 1/2017, de 26 de abril, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Tanto los programas de recompra conformes al Reglamento sobre abuso de mercado como la provisión de liquidez —como práctica aceptada de mercado según dicho reglamento y circular de la CNMV— constituyen un puerto seguro a las operaciones con acciones propias en materia de abuso de mercado.

Los **programas de recompra** están regulados en el Reglamento sobre abuso de mercado y en el Reglamento Delegado (UE) 2016/1052 de la Comisión, de 8 de marzo de 2016, y deben contar con alguno de los siguientes objetivos: i) reducción de capital, ii) cumplimiento de las obligaciones inherentes a los instrumentos financieros de deuda convertibles en acciones o iii) cumplimiento de las obligaciones derivadas de los programas de opciones de acciones u otras asignaciones de acciones para los empleados o los miembros del órgano de administración del emisor o de una empresa asociada.

Además, los programas de recompra deben cumplir con una serie de condiciones en materia de transparencia y de operativa. Con la finalidad de verificar el cumplimiento de estas condiciones, la supervisión de la CNMV durante 2018 se centró fundamentalmente en los siguientes aspectos: i) supervisión del hecho relevante publicado por el emisor antes del inicio del programa de recompra; ii) supervisión del hecho relevante publicado por el emisor con los detalles de las operaciones realizadas en el marco del programa de recompra; iii) supervisión del cumplimiento de las condiciones para operar en términos de volumen, con el fin de verificar que el emisor no compró más del 25% del volumen medio diario de las acciones; iv) supervisión de la operativa en las subastas; y v) supervisión del cumplimiento de las restricciones a la operativa desarrollada en el marco del programa de recompra.

Durante este año estuvieron en vigor y operativos 20 programas de recompra correspondientes a 18 emisores (uno de ellos tuvo 3 programas de recompra), de los que 14 tuvieron como objeto comprar acciones propias para su posterior amortización y los 6 restantes atender programas de opciones sobre acciones.

Por su parte, los **contratos de liquidez suscritos por las sociedades emisoras** con un intermediario financiero se regulan en la Circular 1/2017, que entró en vigor en julio de 2017. Desde dicha fecha, la CNMV ha venido realizando un importante esfuerzo supervisor de los contratos de liquidez sujetos a la citada circular. La labor supervisora se inició con los trabajos de transición de la antigua a la nueva circular, que incluyó, entre otros: la adaptación de los contratos, el análisis de la operativa derivada de la rescisión de los antiguos contratos, la atención a multitud de consultas y la supervisión de los hechos relevantes de cancelación y notificación de los nuevos contratos. Esta supervisión se ha mantenido de manera muy intensa desde entonces.

Además de la supervisión realizada en el día a día —que comprende la relativa a los hechos relevantes, la atención de consultas, el análisis de los contratos de liquidez y la remisión de requerimientos de información— la CNMV lleva a cabo trimestralmente un análisis periódico y exhaustivo para determinar el comportamiento de los contratos de liquidez y el cumplimiento de las condiciones fijadas en la Circular 1/2017.

Como resultado de dicha supervisión, se puede afirmar que la Circular 1/2017 y los contratos de liquidez juegan un papel importante en la labor de provisión de liquidez de las sociedades emisoras con valores de renta variable cotizados en nuestros mercados, tanto por el número de emisores que los tienen suscritos como por el volumen negociado a su amparo.

Al cierre del ejercicio, 35 emisores mantenían contratos de liquidez operativos.

El Reglamento sobre abuso de mercado y el Reglamento Delegado (UE) 2016/1052 también regulan como puerto seguro las **operaciones de estabilización** cuyo objeto es el de sostener el precio de una oferta inicial o secundaria de los valores durante un tiempo limitado, si los valores están sometidos a una presión de venta, aliviando de este modo la presión ejercida por los inversores a corto plazo y manteniendo un mercado ordenado, lo que contribuye a aumentar la confianza de los inversores y emisores en los mercados financieros.

Para que las operaciones de estabilización puedan beneficiarse del puerto seguro deben cumplir una serie de condiciones en materia de transparencia y de operativa.

En este sentido, la supervisión de las operaciones de estabilización realizadas en el marco de ofertas públicas de venta y suscripción se centra en verificar el cumplimiento de dichas condiciones, con especial atención a los siguientes aspectos: i) el precio al que se ejecutaron las operaciones de estabilización, que nunca deberá situarse por encima del precio de la oferta; ii) el volumen de las acciones objeto de la estabilización; y iii) los hechos relevantes publicados en el marco de la estabilización, tanto los relativos a la operativa desarrollada como al inicio y fin de la estabilización.

Una situación especial que la CNMV analizó y sobre la que tuvo que formar criterio en 2018 fue la que afectó a tres valores: Abengoa B, Vértice 360 y Urbas, que cotizaban persistentemente a un céntimo de euro como consecuencia de las normas de contratación vigentes en las bolsas españolas, que incluían una regla de precio mínimo de un céntimo de euro. Ello, de un lado, restringía indebidamente la liquidez de los valores citados y, de otro, generaba señales artificiales sobre su precio. Desde la CNMV se apoyó la iniciativa de BME de rebajar el precio mínimo de contratación a una diezmilésima de euro y se difundió un criterio contrario a las iniciativas de desdoblamiento de acciones (*split*), dirigidas a privar de efecto la modificación promovida por BME que anunciaron algunas de las sociedades afectadas, y que no prosperaron. La modificación introducida por BME resolvió el problema.

La supervisión de la CNMV respecto de los **cambios en la composición del índice Ibex 35** se centra en analizar si estos se han producido de una forma adecuada con relación a las normas técnicas que regulan el índice y si ha podido existir alguna distorsión de la negociación en el mercado tendente a intentar que algún valor permanezca, entre o salga del índice. En la primera revisión ordinaria de junio, el comité asesor técnico del Ibex 35 acordó incorporar las acciones de CIE Automotive al índice selectivo y, previamente, había decidido excluir las acciones de Abertis, como consecuencia de la opa formulada por Hotchief AG (momento a partir del cual el índice estuvo compuesto temporalmente por 34 valores). En la segunda revisión ordinaria de diciembre, este comité acordó incluir en el índice a Ence en sustitución de DIA.

Por otra parte, a lo largo de 2018 se han llevado a cabo diversas intervenciones de supervisión sobre las **operaciones realizadas por personas con responsabilidades de dirección**. En particular, se han enviado requerimientos de información para determinar el cumplimiento, por parte de las sociedades emisoras y las personas con responsabilidades de dirección, del artículo 19 del Reglamento sobre abuso de mercado. Por lo que se refiere a las sociedades emisoras, la supervisión consistió en determinar si cumplieron con la obligación de notificar por escrito a las personas con responsabilidades de dirección sus obligaciones, en virtud de lo dispuesto en el referido artículo, y de elaborar una lista de todas las personas con responsabilidades de dirección y de personas estrechamente vinculadas con ellas. En lo referente a las primeras, la supervisión pretendió determinar si cumplieron con la prohibición de realizar operaciones por su cuenta o por cuenta de un tercero, directa o indirectamente, en relación con acciones o instrumentos de deuda del emisor, o con instrumentos derivados u otros instrumentos financieros vinculados, durante un periodo limitado de 30 días naturales anteriores a la publicación del informe financiero intermedio o anual. Como resultado de esta supervisión, la CNMV remitió cartas de advertencia a determinadas sociedades emisoras y personas con responsabilidades de dirección.

Una parte destacable de las labores de supervisión de la CNMV ha venido motivada por la supervisión de las obligaciones impuestas por el 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. Estas obligaciones se dan fundamentalmente en los siguientes ámbitos:

- Régimen de transparencia.

El reglamento establece un régimen de transparencia que obliga a notificar las posiciones cortas netas en acciones que lleguen al 0,2% del capital o que desciendan por debajo de ese umbral, así como cada tramo adicional del 0,1% que se alcance por encima del mismo. Además, exige publicar las posiciones que lleguen al 0,5% 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.

Durante 2018 se recibieron 5.848 comunicaciones de posiciones cortas netas en acciones (25% más que en 2017), además de notificaciones de 172 inversores —en su gran mayoría fondos norteamericanos y británicos, al igual que en años anteriores—. Al cierre del ejercicio existían posiciones cortas netas sobre 67 emisores y 90 emisores se vieron afectados por estas en algún momento del año (86 en 2017). La media ponderada por capitalización de mercado de todas las posiciones cortas netas agregadas se situaba a finales de 2018 en el 0,86% del capital (0,70% en 2017).

La CNMV realiza diferentes actuaciones con el objeto de verificar la observancia del reglamento. En este sentido, lleva a cabo un análisis de las notificaciones de posiciones cortas netas recibidas, así como una supervisión periódica de aquellas cuya antigüedad es superior a seis meses, con el fin de determinar si se mantienen vigentes o no. Esto permite detectar posibles incumplimientos del reglamento 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 de las posiciones de este tipo existentes sobre los emisores cotizados en los mercados españoles.

- Creación e incremento de las posiciones cortas netas y cumplimiento de las condiciones para realizar ventas en corto.

La CNMV remitió diversos requerimientos de información para determinar cómo se habían generado las posiciones cortas netas comunicadas y, en su caso, verificar el cumplimiento de las condiciones para realizar ventas en corto. Estos requerimientos se enviaron a distintas entidades extranjeras que operan en los mercados de valores españoles.

Este ejercicio de supervisión, que se realiza con carácter continuo, permite a la CNMV conocer cuáles son los mecanismos e instrumentos financieros a través de los que habitualmente los inversores toman una posición corta neta sobre un valor y la tipología de los acuerdos alcanzados en las ventas en corto para dar cumplimiento al reglamento.

El 1 de enero de 2019 la CNMV dejó de publicar la información agregada de las posiciones cortas sobre cada sociedad cotizada resultante de toda la información derivada de las comunicaciones que recibe. La razón esencial de esta decisión, que se adoptó tras el correspondiente proceso de análisis y consultas, fue aplicar en este ámbito el mismo criterio que los restantes países europeos. Ninguno de ellos difunde posiciones cortas agregadas, por lo que su publicación periódica era una particularidad del mercado español.

El Reglamento (UE) n.º 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de marzo de 2012, sobre ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago, establece la obligación de notificar al supervisor las posiciones cortas netas cuyo porcentaje alcance o supere el 0,20% del capital de un emisor, pero solo prevé que se hagan públicas aquellas que alcancen o superen el 0,50%. Durante los últimos años, de modo voluntario, la CNMV venía publicando cada 15 días las posiciones cortas netas agregadas en relación con cada sociedad cotizada, resultado de sumar las que superan el 0,20% más las públicas superiores al 0,50%.

Para tomar la decisión de dejar de publicar periódicamente las posiciones cortas netas agregadas la CNMV tuvo en cuenta las siguientes consideraciones:

- La publicación quincenal agregada determinaba una asimetría de información con respecto a lo que resulta de la práctica de las restantes autoridades competentes europeas, que no publican ningún tipo de información agregada. Ello podía dar una apariencia de que las posiciones cortas netas en valores cotizados españoles son superiores a sus comparables europeos.

Esta circunstancia es especialmente marcada en relación con valores de pequeña y mediana capitalización, en los que la toma de posiciones cortas netas sujetas a notificación implica importes absolutos muy inferiores a los requeridos en el caso de valores de elevada capitalización.

- No existe perspectiva alguna de que se prevea ningún tipo de publicación de posiciones cortas netas agregadas a nivel europeo. En diciembre de 2017 ESMA publicó un asesoramiento técnico dirigido a la Comisión Europea, en el que se evaluaron determinados elementos de la normativa de ventas en corto y que no incluyó ninguna referencia a tal posibilidad.

Conviene recordar que la operativa en corto es una materia regulada exclusivamente a nivel europeo en el reglamento anteriormente citado y en sus reglamentos delegados.

Durante 2018 tres miembros de las bolsas de valores españolas notificaron a la CNMV su intención de hacer uso de la exención para las actividades de creación de mercado. Conforme a lo establecido en el Reglamento sobre ventas en corto, estas entidades no están sujetas a las obligaciones fijadas en materia de notificación y transparencia de posiciones cortas netas, ni a las restricciones sobre las ventas en corto descubiertas en relación con aquella operativa que desarrollen en su actividad de creación de mercado. Se analizaron las notificaciones recibidas y se comprobó si se ajustaban al citado reglamento y a las directrices de ESMA respecto a la exención para las actividades de creación de mercado. También se notificó a ESMA que las entidades solicitantes iban a hacer uso de la exención como creadores de mercado.

Renta fija

En 2018, las labores de supervisión de la CNMV de los mercados de renta fija se han visto ampliadas con la incorporación de dos nuevos centros de negociación españoles: CAPI OTF y CIMD OTF, autorizados en 2017.

Por lo que se refiere al mercado regulado de renta fija AIAF, cabe destacar como novedad la admisión a negociación, desde mayo de 2018, de emisiones de deuda soberana de Austria, Bélgica, Alemania, Francia, Irlanda, Italia, Holanda y Portugal, así como emisiones del Mecanismo Europeo de Estabilización (MEDE). La negociación de estas emisiones ha representado el 14% del nominal de la deuda soberana total negociada en AIAF. Respecto a la deuda corporativa, la negociación en 2018 de emisiones que generalmente se consideran destinadas a minoristas, al presentar un volumen nominal unitario por debajo de 100.000 euros, ha ascendido a un importe nominal de 422 millones de euros, lo que ha supuesto un 97% sobre el total de este tipo de deuda. Atendiendo al tamaño de las operaciones, en términos globales (deuda pública y corporativa), las de un nominal igual o superior a 100.000 euros suponen un 99,6% del total, correspondiente a un volumen nominal de 93.864 millones.

En 2018 la CNMV ha aprobado las modificaciones de los reglamentos del Mercado de Renta Fija (AIAF) y de los dos SMN —Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) y Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros (SENAF)—, con el fin de culminar su adaptación a la normativa MiFID II/MiFIR. Entre las modificaciones introducidas se encuentra la nueva denominación de su sociedad rectora: Bolsas y Mercados Españoles Renta Fija, SAU.

En relación con los requisitos de transparencia de los centros de negociación, MiFID II/MiFIR reconoce la posibilidad de que los organismos rectores soliciten a la autoridad competente la aplicación de exenciones (*waivers*) a la obligación general de transparencia prenegociación en caso de que concurran determinadas circunstancias previstas por la normativa. La CNMV ha recibido un total de 46 solicitudes de exención, de las cuales 36 son exclusivas para instrumentos de renta fija y 11 para los de renta fija y derivados. ESMA emitió dictamen favorable sobre las citadas 46 solicitudes de exención que habían sido aprobadas previamente por la CNMV.

Como consecuencia de estos requisitos, ESMA evalúa periódicamente los criterios de liquidez para los bonos. El resultado del último trimestre de 2018, para los emitidos en España, fue de un 98% de bonos ilíquidos —1.373 emisiones— y tan solo un 2% de líquidos —25 emisiones—. Por lo que se refiere a las emisiones de titulación, tras los cálculos realizados, ESMA ha calificado como ilíquidos todos los activos de este tipo.

La supervisión de los mercados de instrumentos derivados se ha desarrollado sobre tres líneas de actividades: i) análisis y seguimiento de la operativa diaria, ii) supervisión del cumplimiento y la adaptación a la nueva normativa de los mercados, y iii) prevención y detección de situaciones de abuso de mercado.

A estas tres áreas se ha sumado desde enero de 2018 la supervisión de la remisión de información a ESMA como parte del proyecto FIRDS, citado anteriormente, tanto para los datos de referencia de instrumentos (FIRDS) como para los datos necesarios en el desarrollo de los cálculos de transparencia (FITRS).

Mercados regulados

Respecto a la primera línea de actividad —análisis y seguimiento de la operativa diaria—, la supervisión realizada de los instrumentos derivados negociados en MEFF Exchange se ha efectuado con un seguimiento tanto de los volúmenes negociados como de los precios, las volatilidades, las operaciones, las estrategias negociadas y las posiciones abiertas, así como respecto a su variación. En este sentido cabe destacar que, durante las semanas de vencimiento de los contratos, se realizó un análisis específico del *roll-over* de las posiciones y de las cuentas con mayor concentración de posición en el vencimiento más cercano. Asimismo, se hizo un seguimiento del comportamiento del Ibex 35 durante el periodo de cálculo del precio de liquidación a vencimiento del contrato de futuro.

Respecto del cumplimiento de la nueva normativa, se extendió la supervisión sobre el régimen de transparencia tanto a MEFF como a MEFF Power, en contacto estrecho con los mercados para lograr el grado de cumplimiento establecido.

En relación con la detección de situaciones de abuso de mercado, se analizaron con mayor detalle las operaciones realizadas en fechas cercanas a la difusión de información relevante por parte de los emisores de valores con derivados negociados en MEFF, así como en días próximos a las suspensiones de negociación.

Respecto a la actividad de *warrants* negociados en las bolsas de valores, se efectuó un seguimiento de la operativa diaria e intradía y se verificó el cumplimiento de las obligaciones de los especialistas. Además, se realizó el control de las comunicaciones de información relevante de los emisores de este tipo de instrumentos y de las liquidaciones correspondientes a los distintos vencimientos.

Finalmente, se revisaron situaciones de potencial abuso de mercado vinculadas con la negociación tanto de contado como en otros mercados de derivados. La detección de estas operaciones se realizó mediante los análisis directos de la operativa, así como a través de comunicaciones de operaciones sospechosas.

Sistemas organizados de contratación (OTF)

Las tareas de supervisión han tenido en cuenta el inicio de actividades de los dos sistemas organizados de contratación (OTF) que están operativos desde el pasado 3 de enero de 2018: CAPI OTF (gestionado por CM Capital Markets Brokerage, S.A.,

AV) y CIMD OTF (gestionado por CIMD SV, S.A., del Grupo CIMD Corretaje e Información Monetaria y de Divisas, S.A.).

En CAPI OTF se negocian principalmente instrumentos derivados de tipos de interés y sobre divisas, mientras que en CIMD OTF existen dos segmentos diferenciados: uno sobre derivados de energía eléctrica y otro sobre futuros de divisa y *swaps* de interés.

Compensación, liquidación y registro

La Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. Unipersonal (Iberclear) está sujeta al régimen de supervisión de la CNMV, que es la autoridad competente responsable de la autorización, supervisión y sanción de los depositarios centrales de valores (DCV)². Una parte relevante de la actividad de supervisión durante el año se refirió al seguimiento de los niveles de eficiencia tras la migración a la plataforma T2S, a la que Iberclear se incorporó en septiembre. Durante 2018 la actividad de supervisión también se ha centrado en la revisión de los requisitos que impone 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 (CSDR) para que Iberclear pueda ser autorizado de conformidad con este reglamento.

Respecto de BME Clearing, una parte muy relevante de los trabajos de supervisión en 2018 se dedicó a verificar el cumplimiento por parte de la entidad de contrapartida central (ECC) de los requisitos 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 registros de operaciones (EMIR). En este sentido, se realizaron una serie de trabajos en los que se evaluó el modo en el que la ECC satisface los requisitos prudenciales, operativos, de gobierno corporativo y de calidad del servicio. Para todos los segmentos, se analizó la evolución de la posición abierta y de las garantías solicitadas para verificar que se cubría adecuadamente el riesgo registrado. Con motivo del inicio de la compensación de derivados sobre gas natural, en el primer semestre de 2018 se hizo un especial seguimiento para el segmento de la energía, en general, y de estos contratos, en particular.

Por último, la CNMV está desarrollando un sistema de alertas basado en la información mensual (contribución de garantías por parte de los miembros compensadores, colateral aportado y análisis de la metodología de riesgo de la ECC) que BME Clearing debe reportar al colegio de supervisores de acuerdo con las nuevas plantillas de ESMA, implementadas desde agosto de 2018.

Adicionalmente, durante este periodo se llevaron a cabo acciones de supervisión específicas relacionadas con: i) la gestión del riesgo de liquidez (de acuerdo con el artículo 44 del EMIR, las ECC deben tener en todo momento acceso a una liquidez adecuada para prestar sus servicios y realizar sus actividades); ii) elaboración de un plan

2 De conformidad con 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 (CSDR).

de recuperación (en línea con el definido y desarrollado en los principios de infraestructuras financieras de mercado de CPMI-IOSCO y en previsión de la futura regulación europea de resolución de las ECC); y iii) participación de la CNMV en las pruebas de estrés europeas diseñadas por ESMA que se desarrollarán durante 2019-2020.

Por otra parte, durante el año 2018 la CNMV ha proseguido con sus trabajos de **supervisión del cumplimiento por parte de las entidades españolas de las obligaciones derivadas de EMIR**. Se realizó un seguimiento del grado de exactitud con el que las entidades efectuaban sus reportes a los registros de operaciones. Además, la CNMV participó junto con otras autoridades nacionales en los ejercicios de análisis coordinados por ESMA para evaluar la calidad de la información reportada a escala europea. También, tras la aplicación en noviembre del Reglamento Delegado (UE) 2017/104 de la Comisión —mediante el que se modificaban las normas técnicas regulatorias que especifican el contenido de la información a reportar—, se realizó un seguimiento del efecto que la puesta en marcha de dicha medida tuvo en las notificaciones realizadas por las entidades españolas.

5.2 Vigilancia de los mercados

La CNMV, a través de su Unidad de Vigilancia de los Mercados (UVM), investiga en profundidad aquellas situaciones en las que se han podido realizar prácticas contrarias a la integridad del mercado. Por un lado, las investigaciones persiguen detectar casos de realización, recomendación o comunicación ilícita de operaciones con información privilegiada y, por otro, prácticas manipulativas en la operativa desarrollada en los mercados de valores. También se revisan, en ambos tipos de investigación, aspectos como la adecuada elaboración y mantenimiento de las listas de iniciados o la eficacia de los mecanismos, sistemas y procedimientos de las entidades que prestan servicios de inversión para la identificación y comunicación a la CNMV de operaciones sospechosas de abuso de mercado. Tras la finalización de las investigaciones de la UVM, la CNMV decide la posible aplicación de medidas, entre ellas las disciplinarias.

Como resultado de las investigaciones mencionadas, se incoaron durante el año 2018 siete expedientes sancionadores a once personas, jurídicas o físicas, en los que se realizaron las siguientes imputaciones:

- A una persona física, por la comunicación de información privilegiada a tres personas vinculadas, a las que se les imputa su uso.

En el periodo en el que una sociedad analiza la formulación de una opa de las acciones de un emisor, una persona física —perteneciente a un despacho de abogados que presta servicios en la operación— comunica la información privilegiada referente a la inminente oferta a tres personas, que la utilizan para adquirir acciones del emisor español.

En este caso, la persona que desarrolla su actividad laboral en el despacho de abogados toma conocimiento en el marco de sus funciones del proceso iniciado por la sociedad para formular una opa del emisor y, a pesar de que se la incluye en la lista de iniciados, comunica la información privilegiada a tres personas vinculadas. Estas personas realizan compras de acciones del emisor el mismo día en el que, al cierre de la sesión, la sociedad oferente anuncia su oferta, aprovechándose de la información privilegiada recibida.

- A dos personas físicas, por manipulación de mercado en diversos valores por las operaciones de varios titulares.

Una persona física, decisor y ordenante de las operaciones de compra y venta de acciones de varios emisores a su nombre y ocasionalmente a nombre de un familiar, desarrolla una operativa concertada con otra persona, administradora de una web que difunde análisis sobre valores cotizados. Esta última persona remite a clientes captados a través de la web información interesada y engañosa respecto de las acciones de esos emisores. Antes de la remisión de esa información, la persona física interviniente en el mercado toma una posición larga que deshace mientras se realiza la comunicación a los clientes y obtiene así resultados positivos.

- A una persona física y a la sociedad de valores que le presta servicios de inversión, por manipulación de mercado.

La persona física, con la colaboración de varios operadores de su sociedad de valores, emite numerosas órdenes por un número reducido de acciones, que no tienen por finalidad tomar o deshacer una posición sino que están destinadas a impactar en el carné de órdenes y provocar oscilaciones en los precios, lo que le permite tomar posiciones a precios ventajosos y deshacerlas con resultado positivo. Esta estrategia requiere realizar durante la sesión un número relevante de ejecuciones de escaso tamaño, pero que generan la mayoría de los movimientos de precios, tanto de subida como de bajada, de la cotización, lo que propicia una diferencia positiva entre el precio de sus compras y el precio de sus ventas. De esta manera se altera la libre formación de los precios durante la sesión abierta.

- A una persona física representante de una persona jurídica en el consejo de administración de un emisor, por el uso de información privilegiada.

En el marco de una operación corporativa relevante se incluye a la persona física representante de un consejero de un emisor en la lista de iniciados y se le advierte de las obligaciones que esto conlleva —como consecuencia de la información que se comunica en los consejos de administración respecto al desarrollo de la operación corporativa—. En diferentes fechas dentro del periodo de negociación de la operación, esa persona física compra acciones de la sociedad, que experimentan una importante revalorización una vez que se comunica la operación corporativa al mercado.

Las personas que disponen de información privilegiada respecto de un emisor no pueden preparar ni realizar ningún tipo de operación sobre sus valores durante el periodo en el que no se ha divulgado esa información. Si lo hacen, se presume que están utilizando la información privilegiada de la que disponen, aun cuando —como sucede en este caso— la persona física haya comprado acciones del emisor en momentos previos y posteriores al periodo en el que ha dispuesto de información privilegiada.

- A una sociedad de valores, por manipulación de mercado y realización de ventas en corto descubiertas.

La estrategia realizada por la sociedad de valores consiste en introducir un elevado número de órdenes que van alternando ciclos de compra con ciclos de

venta de acciones. Estos ciclos se repiten numerosas veces a lo largo de la sesión y los precios evolucionan generando oscilaciones con pequeños movimientos entre un nivel superior y uno inferior, mediante órdenes de compra y venta de pequeño tamaño que impactan en el carné de órdenes y que finalmente, en gran parte, se cruzan entre ellas. Esta estrategia supone que la sociedad de valores interviene en la mayor parte de las ejecuciones de la sesión abierta, con operaciones de reducido tamaño de acciones, provocando la mayoría de los movimientos de precio al alza y a la baja.

En definitiva, la sociedad de valores con órdenes de pequeño tamaño reduce el precio de cotización a un nivel conveniente para realizar compras y, a continuación, eleva el precio para realizar sus ventas de forma idónea. De esta manera se impide la libre formación de los precios y se provocan oscilaciones al alza y a la baja a lo largo de la sesión.

Además, en ocasiones puntuales, la sociedad de valores toma posiciones cortas que no tiene cubiertas en esos momentos, sino que las cierra posteriormente durante la sesión mediante compras posteriores a las ventas.

- A una persona física, por manipulación de mercado y no comunicación de una operación sospechosa a su entidad financiera.

Una persona física realiza operaciones en las que simultáneamente es el comprador y el vendedor de las acciones de un emisor. Mediante estas operaciones sin cambio real de titular se da una imagen distorsionada de la demanda y de la oferta, y se modifica el precio de cierre debido a su introducción durante el periodo de subasta. En definitiva, esta práctica recurrente impide la libre formación de los precios. La entidad financiera que presta los servicios de inversión no detecta esta práctica y no cumple con la obligación de comunicar a la CNMV como sospechosas las operaciones de su cliente.

- A una persona física, por manipulación de mercado.

Una persona física con una posición larga en un valor interviene recurrentemente en los momentos previos al inicio del periodo de subasta de cierre, mediante operaciones sin cambio de titularidad. También realiza esta operativa en las propias subastas, mediante compras que acaparan la demanda y provocan incrementos de cotización. Estas operaciones se realizan por el número mínimo de acciones que generan el precio de cierre y no tienen otra finalidad que alterar la libre formación de los precios y provocar incrementos de cotización que mejoren el posible resultado de la posición larga tomada.

Finalmente, se remite una carta admonitoria a una sociedad de valores para que establezca los mecanismos, sistemas y procedimientos eficaces para evaluar y detectar adecuadamente las operaciones con información privilegiada y manipulaciones del mercado, y para, una vez detectadas, comunicarlas como operaciones sospechosas de abuso de mercado.

5.3 Agencias de calificación crediticia

El Reglamento de agencias de calificación crediticia³ atribuye la supervisión de las agencias de calificación a ESMA. Esto implica que las actuaciones de la CNMV relativas a supervisión se centran básicamente en su participación en la toma de decisiones reservadas al Consejo de supervisores de ESMA (por ejemplo las relativas a expedientes sancionadores o procedimientos de autorización). Adicionalmente, a nivel técnico, la CNMV participa en el Comité de ESMA encargado de las tareas regulatorias y estratégicas en esta área.

Por otra parte, el Reglamento de agencias de calificación impone ciertas obligaciones sobre *ratings* a los emisores. La supervisión de dichas obligaciones se asigna a las autoridades nacionales, por lo que la CNMV en este caso realiza una actividad supervisora directa. En el ámbito de dichas competencias, la CNMV ha proseguido en el año 2018 con la supervisión de la obligación por parte de los emisores nacionales de considerar la contratación de agencias pequeñas cuando se designen dos o más para la calificación de sus emisiones o del propio emisor. A este respecto, cabría destacar como novedad tanto el inicio de la supervisión de este requisito, de acuerdo con el enfoque común europeo aprobado en el año 2017, como la realización de un ejercicio de supervisión en el ámbito específico del MARF, que ha dado como resultado la prevalencia en el uso de agencias pequeñas.

La CNMV sigue colaborando activamente con ESMA en las labores de desarrollo normativo de la regulación de agencias de calificación, así como en los procedimientos sancionadores, y autorizaciones y denegaciones de registro de nuevas agencias en Europa.

En relación con lo anterior, cabe mencionar la aprobación y publicación de las guías complementarias de refrendo de *ratings* elaborados en terceros países ajenos a la Unión Europea, para valorar si sus requisitos son tan estrictos como los de la regulación europea. En este sentido, también conviene señalar la consulta pública realizada a finales de diciembre de 2018 relativa a las iniciativas de financiación sostenible para respaldar el Plan de acción de sostenibilidad de la Comisión Europea en las áreas de las agencias de calificación crediticia.

A lo largo de 2018 ESMA registró cuatro nuevas agencias de calificación, con la incorporación de las entidades DBRS Ratings GmbH y A.M. Best (EU) Rating Services B.V. en Alemania y Holanda respectivamente, como parte de su estrategia para reforzar su presencia en Europa, en previsión de la próxima salida del Reino Unido de la Unión Europea. Asimismo se registraron las agencias de calificación nórdicas Moody's Investors Service (Nordics) AB y Nordic Credit Rating AS. En sentido contrario, se autorizó la retirada del registro de SPMW Rating Sp. z.o.o.

En el ámbito sancionador, destaca la multa impuesta a cinco bancos nórdicos por la emisión de calificaciones crediticias sin contar con el registro pertinente como agencias de calificación.

3 Reglamento (UE) n.º 462/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013, por el que se modifica el Reglamento (CE) n.º 1060/2009 sobre agencias de calificación crediticia.

6.1 Entidades proveedoras de servicios de inversión

El ejercicio 2018 ha estado marcado por la incorporación a nuestro ordenamiento jurídico de la Directiva MiFID II¹, el Reglamento MiFIR² y el Reglamento PRIIPS³, normas todas ellas de aplicación a partir de enero de 2018.

Asimismo, se encuentra muy avanzado el proceso de aprobación de una directiva y un reglamento europeos sobre el régimen de solvencia aplicables a las empresas de servicios de inversión cuyo tamaño y actividad no puedan asimilarse a los de las entidades de crédito.

En el cuadro 6.1.1 se observa que, como resultado de las actuaciones de supervisión, la CNMV remitió durante el ejercicio un total de 865 requerimientos a las entidades supervisadas, de los que 659 tuvieron su origen en la supervisión a distancia.

Supervisión de ESI/ECA: requerimientos remitidos por la CNMV en 2018

CUADRO 6.1.1

Tipo de requerimiento	A distancia	In situ	Total
Por información fuera de plazo	149	12	161
Solicitud de información	319	118	437
Medidas correctoras o recomendaciones	98	22	120
Otras comunicaciones	93	54	147
Total	659	206	865

Fuente: CNMV.

Normas de conducta y requisitos organizativos

La CNMV ha desarrollado una labor de comunicación con las entidades que prestan servicios de inversión con el objetivo de resolver las diversas cuestiones que se han planteado en relación con la nueva normativa. Para dar la mayor difusión posible a estas cuestiones, ha actualizado los diversos documentos de preguntas y respuestas sobre legislación publicados en su página web.

En el ámbito de la supervisión, la CNMV ha llevado a cabo dos revisiones horizontales, en las que se ha analizado de forma temprana el cumplimiento de nuevas

1 Directiva 2014/65/UE de Mercados de Instrumentos Financieros.

2 Reglamento (UE) n.º 600/2014 de Mercados de Instrumentos Financieros.

3 Reglamento (UE) n.º 1286/2014 sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista empaquetados y los productos de inversión basados en seguros.

obligaciones que se consideran especialmente relevantes por parte de una muestra representativa de las entidades que prestan servicios de inversión. En concreto, se ha llevado a cabo una revisión del nivel de adaptación de las empresas que prestan servicios de inversión a las nuevas obligaciones de información relativas a incentivos y costes establecidas en la Directiva MiFID II (véase detalle en el recuadro 7) y a las obligaciones establecidas en el Reglamento PRIIPS (véase detalle en el recuadro 6).

En el marco de las actuaciones de supervisión horizontales, la CNMV también ha realizado un análisis de la distribución de ETF e IIC domiciliadas en los EE. UU., a consecuencia del cual se ha recordado a una pluralidad de entidades el régimen legal aplicable a la comercialización en España de estos productos. En concreto, se ha señalado que estas IIC no cuentan con pasaporte y que, entre otros requisitos, es preciso que sean expresamente autorizadas y registradas por la CNMV. Adicionalmente, también se ha recordado que no pueden recomendarse o venderse a un inversor minorista sin haberle proporcionado antes el documento de datos fundamentales ajustado a las previsiones contenidas en el Reglamento PRIIPS.

Asimismo, en 2018 se ha trabajado de manera coordinada con ESMA para la adopción de dos decisiones que respectivamente prohíben o restringen la comercialización de opciones binarias y de contratos financieros por diferencias (CFD). En particular, se han realizado ejercicios de recopilación de información de la actividad sobre este tipo de productos y se ha trabajado en las posibles medidas a adoptar por parte de la CNMV al vencimiento de las mencionadas decisiones de ESMA.

Por otra parte, la CNMV sigue llevando a cabo tanto inspecciones *in situ* como actuaciones a distancia, en las que se analiza el cumplimiento de aspectos de interés supervisor por parte de las entidades que prestan servicios de inversión. Las actuaciones se determinan teniendo en cuenta principalmente la información que las entidades reportan periódicamente a la CNMV. Durante este ejercicio se han tenido en cuenta también por primera vez las comunicaciones de infracciones (*whistleblowing*) recibidas en la CNMV conforme al nuevo procedimiento establecido en el TRLMV.

Obligación de las entidades de adoptar medidas dirigidas a garantizar la fiabilidad de la información obtenida de los clientes para evaluar la conveniencia o idoneidad de sus inversiones

RECUADRO 13

La CNMV considera importante —y así lo ha venido destacando en los últimos años en sus actuaciones de inspección— que las entidades adopten medidas y realicen actuaciones dirigidas a asegurar que la información que obtienen de los clientes minoristas para evaluar la conveniencia y la idoneidad de sus operaciones conforme a lo previsto en los artículos 212, 213 y 214 de la Ley del Mercado de Valores es coherente, se ajusta a la realidad y está actualizada.

Una inadecuada evaluación de la conveniencia o la idoneidad de las operaciones, como consecuencia de deficiencias o errores en la información obtenida, puede implicar la venta o recomendación de productos inadecuados para los clientes o la no formulación o cumplimentación requerida legalmente de advertencias o textos manuscritos en los que el cliente reconoce que se le ha

informado de que cierto producto no es conveniente para él. Ello, lógicamente, puede facilitar indebidamente a la entidad la colocación de valores e instrumentos financieros, tanto propios como de terceros.

El artículo 54.7 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión, de 25 de abril, que se refiere a la evaluación de la conveniencia e idoneidad, establece que las empresas de servicios de inversión deben tomar medidas razonables para garantizar que la información recogida sobre sus clientes o posibles clientes sea fiable, y menciona que (sin carácter limitativo) deben adoptarse «las medidas oportunas para asegurar la coherencia de la información del cliente, por ejemplo examinando si existen inexactitudes evidentes en la información» y la de «cerciorarse de que los clientes sean conscientes de la importancia de facilitar información exacta y actualizada». Por su parte, el artículo 55 del mismo reglamento establece que las entidades tienen derecho a confiar en la información suministrada por sus clientes a efectos de evaluar la conveniencia y la idoneidad, salvo en el caso de que «sepan, o deban saber, que la misma está manifiestamente desfasada, es inexacta o incompleta».

Aunque las evaluaciones de conveniencia e idoneidad han de realizarse caso por caso, las entidades deben también adoptar medidas y realizar actuaciones razonables para procurar que la información recogida sobre los clientes sea fiable en términos generales.

A este respecto, resulta de interés analizar si se dan situaciones *a priori* atípicas, que cabría esperar que no se presenten o que solo se presenten de un modo meramente ocasional o aislado. Para ello pueden considerarse aspectos o indicios como los siguientes:

- Si resultan razonables los datos globales sobre el grado de formación académica de la clientela minorista teniendo en cuenta sus características sociológicas.
- Si resultan razonables los datos globales correspondientes a clientes con un elevado grado de conocimientos financieros, en particular cuando se trate de colectivos de clientes que no dispongan de experiencia profesional o inversora previa o de un nivel de formación académica coherente con ello.
- Si resulta razonable el dato global sobre clientes minoristas con experiencia inversora previa en instrumentos complejos infrecuentemente distribuidos al público minorista, en particular cuando la experiencia de los clientes no se corresponda con su operativa en la entidad.

Para la adecuada detección y subsanación de situaciones como las señaladas, las entidades deben contar con procedimientos adecuados:

- Procedimientos durante la contratación. Resulta apropiado el establecimiento de mecanismos que permitan al personal que recaba información la detección de situaciones que *a priori* sean atípicas. La inclusión de alertas automáticas en los aplicativos informáticos que se empleen durante el proceso de obtención de la información puede resultar muy útil a estos efectos¹.

- Procedimientos de revisión de la información dirigidos a analizar periódicamente si la información es, en general, correcta y coherente o si, por el contrario, existen colectivos de clientes en los que puede no reflejar adecuadamente su nivel general de formación académica, de conocimientos financieros o de experiencia, con independencia de que dichos datos se desprendan de los cuestionarios de conveniencia o de idoneidad formalizados.
- Procedimientos para la subsanación de incidencias. En caso de que se detecten incoherencias, discrepancias o un elevado volumen de situaciones atípicas —debidas a diferentes motivos, como que la información del cliente no se haya recabado de forma correcta—, deben realizarse los trabajos adecuados para contrastar y validar los datos, utilizando vías alternativas a la mera comprobación de que la información se corresponde con la reflejada en los cuestionarios formalizados.

1 A este respecto, véanse también las directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de MIFID II, de 6 de noviembre de 2018, ref. ESMA 35-43-1163, (en particular, la directriz general n.º 2 y sus complementarias) de la que cabe destacar su párrafo 32: «Las empresas deberían diseñar sus cuestionarios de manera que les permitan recabar la información necesaria sobre sus clientes. Esto puede resultar especialmente pertinente para las empresas que prestan servicios de asesoramiento automatizado, dada la limitada interacción humana. A fin de garantizar que cumplen con los requisitos relativos a esta evaluación, las empresas deberían tener en cuenta factores como: [...] Si se han tomado medidas para abordar las respuestas incoherentes de los clientes (como la incorporación en el cuestionario de características de diseño que avisen a los clientes cuando sus respuestas parezcan carecer de coherencia interna y les sugieran reconsiderarlas, o la implantación de sistemas que marquen automáticamente la información aparentemente incoherente facilitada por un cliente para que la empresa la revise o le dé seguimiento)».

Se consideran de especial interés las siguientes incidencias y debilidades que se han detectado en el curso de estas actuaciones:

Se han identificado casos en los que la información obtenida por las entidades que prestan servicios de inversión para evaluar la conveniencia e idoneidad de las operaciones de sus clientes minoristas sobrevalora de modo significativo su formación, conocimientos financieros y experiencia inversora. En algunos casos esta incidencia afecta a un alto número de clientes.

En varias inspecciones se han puesto de manifiesto dificultades en la extracción de la información solicitada por la CNMV en el curso de la actuación y debilidades en los sistemas de registro de las entidades, que deberían subsanarse. En relación con esta cuestión, cabe señalar que también se ha requerido a varias entidades para que adopten medidas de refuerzo adicionales para el adecuado reporte de algunos aspectos concretos de la información periódica remitida a la CNMV en los estados reservados.

Se han detectado casos puntuales de incumplimiento del deber de comportarse con diligencia y transparencia en interés de los clientes. Además, en el ámbito del asesoramiento, se ha observado una inadecuada gestión de los conflictos de interés existentes en la colocación a clientes minoristas de productos estructurados emitidos por el grupo y su posterior recompra antes del vencimiento a precios aparentemente alejados del valor razonable (con unos diferenciales relevantes de los que, en el caso de las recompras, no se informa a los clientes). Este hecho resulta especialmente significativo

en los casos en los que la recompra antes de vencimiento es consecuencia de una recomendación de la propia entidad prestadora del servicio, en la que se propone al cliente la venta del bono estructurado que tiene en cartera y la inversión en una nueva emisión de bonos estructurados emitidos por entidades del grupo a un precio de colocación superior al valor razonable (del que, en este caso, sí se informa al cliente).

En el caso de una entidad que había sido previamente inspeccionada en ejercicios anteriores, se realizó un seguimiento que ha puesto de manifiesto la existencia de deficiencias muy relevantes que afectan a diversos ámbitos de su actividad. En particular, estas deficiencias atañen a su estructura organizativa y a la prestación del servicio de asesoramiento, y han generado propuestas de actuaciones administrativas adicionales.

Resultan destacables los hechos identificados en una entidad por la existencia de conflictos de interés gestionados indebidamente, derivados de la operativa de gestión y de asesoramiento sobre valores registrados en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), valores que son de reducida liquidez.

En el caso de una inspección a una entidad se observó que algunos de los agentes contaban con una web propia en la que, además de informar de los productos y servicios de la propia agencia, incluían información sobre otros servicios no autorizados para la propia entidad ni, por tanto, para el agente.

La CNMV también ha prestado atención a la preparación de las sucursales de entidades del Reino Unido que prestan servicios de inversión en España ante los diferentes escenarios en que puedan concluir las negociaciones sobre el *brexít*. Para ello, se ha solicitado información sobre los planes de las citadas sucursales ante esta contingencia, con especial énfasis en el deber de informar adecuadamente a los clientes sobre sus efectos. La actuación de supervisión puntual sobre una sucursal concluyó con su baja en el registro de la CNMV.

En cuanto a las plataformas de financiación participativa (PFP) —que, a pesar de no ser prestadoras de servicios de inversión, se supervisan en el mismo departamento de la CNMV—, la supervisión ha continuado descansando sobre la revisión de la diversa documentación que deben remitir anualmente. De la información obtenida cabe concluir que este sector, aunque sigue teniendo un tamaño reducido, presenta elevadas ratios de crecimiento. Se han realizado asimismo otras actuaciones específicas puntuales y alguna inspección *in situ* referida a PFP cuando se ha estimado conveniente. Las incidencias más relevantes que se han detectado se refieren a defectos relevantes en la información ofrecida a los clientes y a la realización de actividades no incluidas en su objeto social.

Requisitos prudenciales

La supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión se realiza, por un lado, mediante el análisis de su situación económico-financiera y su viabilidad patrimonial y, por otro, mediante la verificación del cumplimiento de las exigencias de solvencia requeridas por la normativa específica. En última instancia, el objetivo es asegurar que estas entidades disponen de un nivel de fondos propios adecuado según los riesgos asociados a la actividad que desarrollan. Gran parte de la supervisión se basa en el análisis de la información remitida de forma periódica a la CNMV, que se complementa con inspecciones *in situ*.

En 2018 el sector en su conjunto presentó una situación holgada de fondos propios en términos relativos (véase capítulo 3.2.2.1). Dentro de las tareas de supervisión se mantuvo un estrecho seguimiento de las entidades, que pusieron de manifiesto incidencias patrimoniales o de solvencia.

Durante el ejercicio se han continuado aplicando los procedimientos y las metodologías comunes para el proceso de revisión y evaluación supervisora (PRES), sobre los que se han practicado algunos ajustes de calibración. De acuerdo con estos procedimientos, la autoridad supervisora debe otorgar diferentes calificaciones a cada entidad que servirán de base, no solo para su supervisión, sino también para fijar el momento en que deban iniciarse en caso necesario las medidas de recuperación previstas por las propias entidades.

En 2018 se iniciaron —con el apoyo técnico del Banco de España— los trabajos de revisión de los modelos internos para determinar las exigencias de recursos propios de una entidad de gran tamaño que, como consecuencia del previsible *brexit*, decidió trasladar a España una parte importante de su negocio en el Reino Unido. De forma complementaria, para esta misma entidad se ha evaluado la conveniencia de aplicar determinadas exenciones previstas para grandes exposiciones. Las conclusiones de esta evaluación fueron comunicadas a la Autoridad Bancaria Europea.

Asimismo, se ha seguido revisando el perfil de riesgo de todas las entidades y comunicando al FROB los de aquellas que se encuentran en el ámbito de la 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.

6.2 Instituciones de inversión colectiva y entidades de inversión de tipo cerrado

La supervisión de fondos de inversión y SICAV, como en años anteriores, ha estado caracterizada fundamentalmente por la realización de análisis preventivos para asegurar que las sociedades gestoras de IIC cumplen de forma adecuada con sus obligaciones, que los conflictos de interés se resuelven de forma apropiada, y que los participantes y accionistas reciben información suficiente sobre sus inversiones.

En cualquier caso, las dos modalidades de supervisión de IIC y sus gestoras que realiza la CNMV han continuado siendo recíprocas y complementarias. Por un lado, la supervisión a distancia, basada en el análisis de los estados de información financiera de las IIC remitidos 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—. Por otro lado, la verificación *in situ*, centrada básicamente en aquellos aspectos menos estandarizados o más específicos de las IIC, que no trascienden en unos modelos de información estandarizados.

La supervisión a distancia se desarrolla fundamentalmente en dos niveles. El primer nivel consiste en la realización de análisis periódicos generales para el control permanente de aspectos tales como la suficiencia de medios y la adecuación de los controles internos de las gestoras de IIC, la prevención de los conflictos de interés y el cumplimiento de coeficientes legales y de aptitud de las inversiones. El otro nivel recoge los análisis no recurrentes —generales o específicos— de cuestiones que surgen o se detectan en la dinámica supervisora.

A continuación se detallan someramente los principales controles periódicos realizados durante 2018:

- Control de legalidad de las IIC: su objetivo es supervisar el adecuado cumplimiento de los límites establecidos en la normativa de IIC, entre otros: estructurales (de patrimonio y número de partícipes y accionistas mínimos), de diversificación por emisor y de riesgo de contrapartida y exposición en la operativa sobre instrumentos derivados.
- Análisis de rentabilidades y de comparativa de precios: tiene por objeto la detección de variaciones atípicas en los valores liquidativos basándose en un proceso de regresión de la evolución diaria del mercado frente a la experimentada por la IIC. También se realizan análisis comparativos para identificar discrepancias en las valoraciones aplicadas por las entidades a un mismo activo.

Estos análisis permiten detectar incidencias y deficiencias en los procedimientos de valoración de activos y en los controles implementados por las gestoras, así como cualquier contabilización errónea de operaciones y de imputación de gastos y comisiones.

- Operativa de compraventa de activos: mediante procesos automatizados, se procede a identificar las operaciones que podrían poner de manifiesto situaciones de conflictos de interés, entre otras: aplicaciones de activos (operaciones en las que una o varias IIC adquieren un activo de renta fija o variable y otras IIC de la misma gestora lo venden), compras de estructurados, colocaciones en el mercado primario y operaciones en secundario sobre activos de reducida liquidez.

En todos estos casos se procede también, en su caso, a verificar el adecuado cumplimiento del régimen de operaciones vinculadas establecido en la normativa vigente; en concreto, que la entidad dispone de un procedimiento formal de autorización de acuerdo con el cual se acredite que dicha operativa se realiza en interés de ambas IIC y a precios de mercado.

- Análisis de auditorías de IIC: la regulación de las IIC prevé el envío telemático a la CNMV de los informes de auditoría y las cuentas anuales, información que debe entregarse a los inversores como parte del informe anual. En el ejercicio 2018 no se han detectado incidencias relevantes en las auditorías de IIC, ya que solo en una de ellas ha habido alguna salvedad.

Cambios normativos en IIC y ECR y criterios relevantes

RECUADRO 14

Tras los importantes cambios normativos que supuso en 2016 la trasposición de la Directiva de Gestores Alternativos y UCITS V, la regulación de la inversión colectiva y el capital riesgo se encuentra en la actualidad en una fase de consolidación. No obstante, recientemente se ha publicado una serie de normas, a través de las cuales se han modificado aspectos puntuales y concretos de la regulación de estas figuras. Los cambios más destacados son los siguientes:

- Se ha modificado en la Ley 35/2003 de IIC la regulación de las cuentas globales de pasivo para la distribución de fondos nacionales, con el

objeto de permitir que estas se puedan emplear también para albergar posiciones de partícipes preexistentes y no únicamente para nuevos partícipes —como preveía la normativa anterior—. Adicionalmente, se permite el esquema de cuentas globales de doble escalón, al admitirse la interposición de una entidad mediadora entre la gestora y el distribuidor, siendo por tanto válido el **esquema gestora-entidad mediadora-distribuidor-inversor final**¹.

- Se modifica en el Reglamento de IIC la regulación de los gastos correspondientes al servicio de análisis financiero que pueden soportar los fondos de inversión y las SICAV, con el objeto de regularlos de manera autónoma y desligarlos de los costes de intermediación. De este modo, las IIC podrán soportar los gastos de análisis siempre que no dependan del volumen de las operaciones de intermediación, figuren en el folleto, constituyan un pensamiento original, estén relacionados con la vocación inversora de la IIC y contribuyan a mejorar la toma de decisiones sobre inversión².
- En el ámbito de la transparencia, se ha modificado la Ley de IIC para permitir que los informes anual y semestral de las IIC se remitan a los inversores de forma telemática (salvo que el inversor no facilite los datos necesarios para ello o manifieste su preferencia por recibirlos físicamente), lo que supone un cambio completo respecto a las obligaciones anteriores —la información debía remitirse en papel por defecto—. Asimismo, en el caso de renovaciones de fondos con un objetivo de rentabilidad concreto, no será necesaria la entrega del informe semestral con carácter previo a la suscripción y deberá entregarse únicamente el documento de datos fundamentales para el inversor (DFI)³.
- Otra modificación de carácter más técnico ha sido actualizar el régimen sancionador previsto en la Ley de IIC para alinearlo con el contemplado en la Directiva UCITS V, con un incremento notable de la cuantía máxima de las sanciones. Asimismo —y en línea con lo previsto en la Ley del Mercado de Valores para las ESI—, las gestoras deberán habilitar un canal interno para que los empleados puedan notificar la comisión de infracciones y garantizar tanto su protección frente a represalias como la confidencialidad del denunciante y del presunto infractor (*whistleblowing* interno)⁴. También se incorporan las infracciones tipificadas en el Reglamento UE 2017/1131 sobre fondos monetarios⁵.
- En el ámbito del control del riesgo sistémico, se modifica la Ley de IIC y la Ley 22/2014 de entidades de capital riesgo y otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, con el fin de otorgar potestad a la CNMV para requerir a las gestoras que refuercen el nivel de liquidez de las carteras de las IIC, ECR y otros vehículos de inversión colectiva cerrados y, en particular, que incrementen el porcentaje de inversión en activos especialmente líquidos. Lo anterior se ha realizado teniendo en cuenta las recomendaciones formuladas por organismos internacionales relativas a la introducción a corto plazo de las herramientas macroprudenciales necesarias para hacer frente a posibles vulnerabilidades para el sistema financiero⁶.

Con carácter adicional a estas modificaciones normativas, la CNMV publicó en noviembre de 2018 una actualización de su documento de preguntas y respuestas sobre la normativa de IIC, cuyo objetivo es difundir aclaraciones sobre dicha normativa, así como criterios derivados de la práctica supervisora. Las novedades más relevantes de esta actualización son las siguientes:

- Como excepción al principio general de valoración a precios de mercado, se aclara que es posible emplear el método del coste amortizado para valorar todos los activos de los fondos monetarios a corto plazo de valor liquidativo constante de deuda pública, así como los activos con vencimiento residual de 75 días en los fondos monetarios a corto plazo de valor liquidativo de baja volatilidad, siempre que no se superen los límites que marca el reglamento europeo que regula estos fondos.
- Se considera que es permisible y acorde a la norma que las IIC puedan aplicar el mecanismo antidilución conocido como *swing pricing*, con el fin de preservar la equidad entre inversores de las IIC. El *swing pricing* consiste en realizar un ajuste en el valor liquidativo, de manera que los costes de la operativa de compras o ventas necesarias ante los movimientos de suscripciones o reembolsos se puedan repercutir a los partícipes que los originan (protegiendo al resto de inversores) en aquellos días en los que se superen determinados umbrales. Las gestoras que deseen aplicarlo deberán informar en el folleto del fondo e inicialmente a través de la publicación de un hecho relevante.
- Se transmite que no es posible imputar a las IIC comisiones por gestionar el cobro de intereses y amortización de valores, traspaso de títulos, cobro de dividendos y cupones u otras operaciones financieras, dado que el cobro de dividendos y cupones ya está remunerado por la comisión de depósito, al ser gestiones asociadas a la custodia de los activos en cartera de las IIC y encontrarse entre las obligaciones del depositario.
- Finalmente, se aclara que es posible imputar al fondo los gastos no habituales (defensa jurídica, asesoramiento, consultoría...) realizados para la reclamación extraordinaria de retenciones practicadas en valores extranjeros que hayan formado parte de su cartera, siempre que se cumplan determinadas condiciones.

1 Disposición final primera de la Ley 11/2018, de 28 de diciembre, por la que se modifica el Código de Comercio, el TRLSC y la Ley de Auditoría.

2 Disposición final segunda del Real Decreto 1464/2018, de 21 de diciembre, que traspone el nivel 2 de MiFID II a través de la modificación del Real Decreto 217/2008 de ESI.

3 Ídem nota 1.

4 Ídem nota 1.

5 Disposición final segunda del Real Decreto-ley 19/2018, de 23 de noviembre, de servicios de pago y otras medidas urgentes en materia financiera.

6 Artículo primero del Real Decreto Ley 22/2018, por el que se establecen herramientas macroprudenciales.

En relación con los análisis de supervisión puntuales o no recurrentes —que normalmente vienen dictados por circunstancias especiales de las entidades o de los mercados—, durante 2018 han continuado los análisis generales del sector para determinadas cuestiones o aspectos, entre los que cabe citar los siguientes:

- De conformidad con lo previsto en el Plan de actividades de la CNMV para el año 2018, se ha llevado a cabo un análisis de revisión de los procedimientos de selección de intermediarios. Este análisis ha abarcado a un total de 28 gestoras en las que podría existir alguna entidad del grupo (banco o ESI) a través de la cual operen. Para ello se ha solicitado información no solo de sus procedimientos, sino también del listado de intermediarios y de los volúmenes y las comisiones aplicadas con cada uno de ellos.
- También de conformidad con lo previsto en el Plan de actividades de la CNMV para el año 2018, se ha llevado a cabo una revisión del cumplimiento de los requisitos establecidos en la Guía técnica sobre operaciones vinculadas de carácter no repetitivo (publicada en enero de 2017). Esta revisión se ha hecho a través del análisis muestral de operaciones realizadas por cada entidad, con el objetivo de verificar una adecuada acreditación de su realización en interés exclusivo de las IIC y a precio o en condiciones iguales o mejores a las de mercado.
- Tras la publicación de un comunicado⁴ sobre la necesidad de mejorar la transparencia de la información facilitada en el documento de datos fundamentales para el inversor (DFI) de las IIC y en la información pública periódica (IPP) sobre el tipo de gestión realizada⁵, se envió un escrito a 17 gestoras para que, en el caso de 43 fondos de inversión, remitieran el compromiso de modificar los DFI antes de fin de año y de informar en la IPP del segundo semestre sobre los nuevos requisitos establecidos en este comunicado.
- En relación con la liquidez de las carteras de IIC, como medida preventiva, se ha llevado a cabo un análisis de los fondos de inversión que mantienen exposiciones relevantes (superiores al 25% del patrimonio) en activos de deuda subordinada/preferente, titulizaciones y otros activos con menores niveles de liquidez, para verificar que disponen de controles internos de la gestión de la liquidez y de procedimientos adecuados para proteger los intereses de los partícipes y evitar conflictos de interés. Dentro de estos mecanismos de control de la liquidez y de prevención de conflictos, destaca la creación en una serie de IIC de los denominados «compartimentos de propósito especial», en los que se integraron determinados activos de reducida liquidez.
- En el ámbito de los activos aptos, se ha realizado un análisis para cuantificar la exposición de las IIC a fondos de la familia GAM que, por una serie de circunstancias ligadas a su gestor, fueron cerrados a reembolsos y puestos en liquidación. También respecto a activos aptos, se ha realizado un análisis para comprobar si las IIC españolas están invirtiendo en criptoactivos, como *trackers* vinculados al *bitcoin*, y otras monedas virtuales. No se encontraron apenas inversiones en estos activos.

4 Publicado en la web de la CNMV el 8 de octubre.

5 En concreto, que en los casos en que se incluya información de un índice de referencia, se deberá especificar si este se utiliza en términos meramente informativos o comparativos o si, por el contrario, en mayor o menor medida la gestión se vincula a dicho índice.

- Respecto a los gastos de las IIC, se ha realizado un análisis sobre las TER (*total expense ratio*, porcentaje de gastos totales anuales del fondo sobre el patrimonio) de los fondos de inversión para asegurar, por un lado, su razonabilidad y, por otro, que los fondos no están incurriendo en gastos no admitidos o excediendo los límites de comisiones.

Junto con los citados análisis específicos de carácter general, se han realizado otros por cuestiones concretas presentes en una única entidad, tales como análisis de valoración, de inversiones en liquidez o en activos no aptos, de conflictos de interés, etc.

Revisión previa del material publicitario de los fondos de inversión RECUADRO 15

La CNMV incluyó en el Plan de actividades de 2018, dentro de las revisiones horizontales, el análisis de la publicidad utilizada por las gestoras de fondos de inversión, que abarca la inscripción de fondos nuevos y la renovación de fondos con objetivo de rentabilidad.

Para ello, se solicitó a las gestoras que aportasen toda la publicidad que fuesen a realizar y se verificó el cumplimiento de la Orden EHA/1717/2010, de 11 de junio, de regulación y control de la publicidad de servicios y productos de inversión, y del artículo 60 de Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero.

Se acordó que esta revisión se llevase a cabo solo durante un periodo de tiempo limitado, ya que el objetivo final era el de fijar criterios que sirvieran de orientación al mercado.

La actuación llevada a cabo por la CNMV en este sentido ha alcanzado a los 126 nuevos fondos y renovaciones de estructurados inscritos entre el 31 de octubre de 2017 y el 30 de noviembre de 2018, promovidos por 41 gestoras distintas. Del total de inscripciones, se ha utilizado material publicitario para el lanzamiento o la comercialización de 69 fondos (54,76% de los casos), promovidos por 18 gestoras (43,9%).

Del resultado de la actuación conviene destacar que las denominadas «fichas comerciales» son el principal material utilizado por las entidades financieras en la publicidad de nuevos fondos de inversión. Estas fichas consisten, en muchos casos, en una versión modificada del documento de datos fundamentales para el inversor (DFI). Adicionalmente, algunos productos se han publicitado también a través de *banners*, correos electrónicos masivos y redes sociales, y solo en una minoría se han utilizado medios de comunicación masiva (prensa o radio).

En el caso de algunas gestoras, las fichas comerciales muestran exclusivamente datos objetivos de rentabilidad, valor liquidativo, comisiones, etc., sin reflejar opinión o mensaje publicitario alguno —se trata más bien de una versión modificada de la información pública periódica (IPP)—. En algunos casos, no es la gestora la que elaborada esta ficha, sino una entidad externa.

Incidencias detectadas: criterios transmitidos al sector

Como consecuencia de las incidencias detectadas a lo largo de esta actuación, se han transmitido a las 18 gestoras que han utilizado material publicitario las siguientes directrices:

- El material publicitario debe hacer referencia al DFI y al folleto e indicar dónde pueden obtenerse estos documentos. Asimismo, debe evitar expresiones que puedan inducir a los inversores a considerar que el DFI es menos importante que cualquier otra información que se utilice como publicidad del fondo.
- La información del mensaje publicitario debe ser coherente con la que se presenta en el DFI. Así, es preciso incluir información esencial sobre los riesgos y las condiciones del producto, además de cualquier advertencia que pudiera ser exigible, en un formato (tamaño y tipo de letra) fácilmente legible y que sea, como mínimo, igual al tamaño de fuente predominante en la información facilitada.
- Debe evitarse cualquier mención a la elusión de responsabilidad de la gestora o entidad comercializadora sobre el contenido de la publicidad.
- La información relevante ha de aparecer en el cuerpo del mensaje, evitando que figure en notas a pie de página.
- Los resultados históricos no pueden ser el elemento más destacado de la comunicación, no siendo aceptable su presentación en un tamaño de letra más grande o resaltada.
- Deben evitarse las expresiones relativas a la existencia de ventajas o posición de preeminencia o el establecimiento de comparaciones sin base objetiva, con expresiones tales como «entidad líder del mercado» o «rentabilidad superior a la de otros productos financieros».
- En el caso de fondos garantizados o estructurados con un objetivo de rentabilidad no garantizada:
 - i) La referencia a las rentabilidades debe vincularse siempre al periodo de dicha garantía o estructura, así como a la fecha de su vencimiento. Igualmente, debe informarse de las consecuencias de realizar reembolsos antes del vencimiento.
 - ii) Deben incluirse los escenarios de rentabilidad, junto con el gráfico que presente la evolución histórica de la tasa anual equivalente (TAE); asimismo, deben hacerse constar las advertencias exigidas en la Guía técnica sobre refuerzo de la transparencia de fondos de inversión con objetivo concreto de rentabilidad a largo plazo, publicada por la CNMV el 19 de marzo de 2017.
 - iii) La rentabilidad a vencimiento debe expresarse en términos de la TAE. El dato ha de incluirse de forma suficientemente visible, lo

que permitirá al inversor comparar con otras alternativas de inversión.

- iv) Debe especificarse el periodo durante el cual la estructura está abierta para la entrada de inversores.
- La información sobre los gastos y las comisiones ha de ser adecuada. En algunos casos, se ha observado que la información facilitada era deficiente, al omitirse las comisiones de suscripción y reembolso, o las comisiones indirectas en aquellos fondos que materializan sus inversiones a través de otras IIC.

En los fondos con reembolsos obligatorios no pueden utilizarse expresiones tales como «rentabilidad anual», «pago trimestral», «pago cada tres meses», etc., que puedan hacer creer al inversor que está recibiendo rentas, cuando ni la rentabilidad ni la inversión inicial están aseguradas, lo que debe advertirse expresamente.

Con respecto a los **vehículos de capital riesgo**, el número de los analizados se ha incrementado en un 9,1% respecto al ejercicio anterior, lo que ha supuesto un aumento del 2,4% del patrimonio total del sector. De los análisis periódicos de carácter general realizados, cabe destacar una ligera mejoría en la cobertura de los coeficientes obligatorios de inversión.

Los análisis efectuados a través de la información reservada recibida sobre el cumplimiento tanto del coeficiente obligatorio de inversión como del coeficiente de diversificación han incluido a los vehículos de capital riesgo pyme y a los fondos de capital riesgo europeo, si bien dichos vehículos se encuentran aún en los periodos de exención de cumplimiento contemplados en la ley.

De acuerdo con la información analizada, se ha realizado una clasificación sectorial de las inversiones. Se ha concluido que un 39% de las inversiones se realizan en empresas clasificadas dentro del sector servicios, seguidas en importancia de otros vehículos de capital riesgo, con un 22%, y del sector industrial con un 18%.

Por otra parte, se han estudiado los informes de auditoría recibidos, así como los informes especiales contemplados en la norma 20.^a de la Circular 11/2008 sobre la información adicional facilitada a los auditores por las entidades en cuyos informes iniciales la opinión del auditor contenía salvedades por limitación al alcance.

En los trabajos de supervisión realizados, con carácter puntual se ha prestado una especial atención a la información facilitada en las memorias respecto de los métodos de valoración utilizados en las distintas inversiones en cartera, así como a las explicaciones existentes en los casos en los que se ha modificado el método de valoración, o en los supuestos en los que se han producido fuertes minusvalías en inversiones concretas. El objeto de dicho análisis ha sido verificar el cumplimiento de la normativa contable que es de aplicación a las entidades de capital riesgo.

En el año 2017 —último ejercicio para el que se dispone de estos datos— cabe destacar el nuevo aumento producido en el número de inversores en el sector del capital

riesgo, un 18,5% más que en el ejercicio 2016, con lo que se sitúa en los 13.000. Este es un sector reservado en gran medida a inversores profesionales.

Como consecuencia del citado incremento en el número de inversores en el ámbito de las ECR/EICC, que se suma a un incremento todavía mayor en el año anterior (un 48,1%, por lo que pasa de 7.411 a 10.973), y también como exigencia del Plan de actividades de la CNMV, se ha realizado un análisis sobre el contenido y la entrega del DFI según la normativa PRIIPS en el caso de su comercialización a minoristas. A este respecto, hay que tener en cuenta que la normativa PRIIPS entró en vigor el 1 de enero de 2018 y que los vehículos cerrados no gozan de la exención temporal hasta 2020 (ampliada en dos años más) de las IIC. Las deficiencias detectadas en la información contenida en los DFI (escenarios de rentabilidad, datos de gastos e información cualitativa) fueron objeto de los oportunos requerimientos.

En el ejercicio 2018, como resultado de todas las actuaciones de supervisión desarrolladas, se enviaron 1.321 escritos a las entidades supervisadas.

Del total de escritos, 511 correspondían a requerimientos por información presentada fuera de plazo, en su mayor parte informes de auditoría de las IIC.

Por su parte, se enviaron 121 escritos solicitando información necesaria para la supervisión (distinta de la disponible con carácter general) a las entidades sujetas.

También se enviaron 610 escritos en los que se solicitaba a las entidades la adopción de medidas correctoras, mejoras o recomendaciones para solucionar las incidencias detectadas en la supervisión realizada y, por último, hubo 79 escritos correspondientes a otro tipo de comunicaciones (básicamente contestación de consultas).

Supervisión de IIC/ECR: requerimientos remitidos por la CNMV en 2018 CUADRO 6.2.1

Tipo de requerimiento	A distancia	In situ	Total
Por información fuera de plazo	511	0	511
Solicitud de información	81	40	121
Medidas correctoras o recomendaciones	571	39	610
Otras comunicaciones	36	43	79
Total	1.199	122	1.321

Fuente: CNMV.

6.3 Entidades gestoras: SGIIC, SGEIC y SGFT

Respecto a la supervisión de las sociedades gestoras, las labores de supervisión de carácter general realizadas por la CNMV se mantienen orientadas a la prevención o, en su caso, la solución de posibles situaciones de déficit de recursos propios que pudieran poner en riesgo la solvencia de este tipo de entidades.

En este sentido, cabe destacar que el conjunto de las gestoras tiene una situación de superávit alta. En el caso de las SGIIC, los recursos computables alcanzan los 980 millones de euros (6,9 veces los recursos exigibles). En las SGEIC, sus recursos computables son de 105,7 millones de euros (3,1 veces los recursos exigibles). Por último, las SGFT suponen un caso diferente, al alcanzar casi todas ellas el máximo

contemplado en la Ley de recursos exigibles y adaptar los recursos computables a dicho máximo, por lo que el superávit del sector es muy escaso.

Respecto a los patrimonios gestionados, cabe señalar que en el caso de las SGIIC se ha producido un incremento del 13% respecto al ejercicio 2017. Las SGEIC aumentan el patrimonio gestionado en un 8%, mientras que para las SGFT el patrimonio total gestionado disminuye cerca de un 6%.

Las tareas recurrentes realizadas se centran en los análisis de la información reservada recibida con carácter semestral, que permite llevar un seguimiento del nivel de solvencia de las entidades, los informes anuales de auditoría de cuentas, los informes de la unidad de auditoría interna de las entidades y la revisión del cumplimiento de determinadas exigencias legales.

En relación con los análisis de supervisión puntual o no recurrente de las SGIIC, cabe destacar los siguientes aspectos:

- Relacionado con las normas de conducta, se ha realizado durante el año un trabajo sobre **gobierno corporativo**. Este informe se ha desdoblado en dos líneas de trabajo: la primera analiza las obligaciones normativas relativas a la existencia de un comité de auditoría, un comité de remuneraciones, la independencia de los miembros del consejo de administración, etc., en todas las gestoras. La segunda línea de trabajo se centra en las gestoras de reciente creación y se analiza en detalle su estructura organizativa. Las incidencias encontradas (consejeros que no se podían considerar independientes, incumplimiento de los requisitos del comité de auditoría, etc.) fueron objeto de los oportunos requerimientos.
- En el ámbito de la transparencia, se ha analizado para una muestra de gestoras la inclusión de la información obligatoria sobre el ejercicio de los derechos políticos en los informes públicos periódicos.
- En el ámbito de las **sucursales de gestoras europeas** que operan en España, se aprobó a finales de año una circular para obtener información sobre su actividad y de esta forma supervisar la aplicación de las normas de conducta. Como anticipo de la circular, antes de su aprobación se ha realizado una petición *ad hoc* de datos cuantitativos sobre su nivel de actividad.

En el sector de las SGEIC, los análisis de supervisión puntuales o no recurrentes se mantienen centrados en la mejora de la información recibida a través de la realización de controles de calidad de la información reservada.

Respecto a las SGFT, cabe destacar el proyecto de circular que incluía, en aplicación de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, el envío de estados de información reservada de las sociedades gestoras de titulización a la CNMV, como consecuencia de la entrada en vigor el 1 de enero de 2019 del Reglamento (UE) 2017/2402 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de diciembre de 2017, por el que se establece el marco general para la titulización y se crea un marco específico para la titulización simple, transparente y normalizada, y por el que se modifican las Directivas 2009/65/CE, 2009/138/CE y 2011/61/UE y los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009 y (UE) n.º 648/2012. Sin embargo, se ha considerado conveniente posponer dicha petición de información de las sociedades gestoras de titulización a la espera de la adaptación definitiva de la normativa española a esta regulación europea.

Por último, conviene señalar el incremento producido en el número de gestoras durante el ejercicio 2018: 11 nuevas SGIIC, 8 SGEIC y 1 SGFT, lo que ha supuesto un aumento de los patrimonios gestionados y un mayor esfuerzo en las labores generales de supervisión de la CNMV.

6.4 Entidades depositarias

Tras el análisis realizado en 2017 para supervisar la adaptación de los depositarios a los requisitos de la Circular 4/2016 sobre depositarios de IIC —que precisa y detalla cómo deben realizar estas entidades sus funciones de custodia, registro y supervisión, y vigilancia de la actividad de las gestoras—, en 2018 la supervisión se ha centrado en el análisis de los informes semestrales sobre la función de supervisión y vigilancia que se deben remitir a la CNMV. En estos informes los depositarios deben incluir todos los incumplimientos normativos o anomalías que hayan detectado en la gestión o administración de las IIC. Dentro de estos, se ha prestado especial atención a los elaborados por los depositarios de entidades de capital riesgo y las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, dada la novedad de exigencia de depositario para estos vehículos de inversión.

Los controles anteriores se vieron complementados por la supervisión a distancia del cumplimiento de la función de depositaria en dos entidades de crédito, en su doble vertiente: la función de custodia de los activos propiedad de la IIC y la función de supervisión y vigilancia de la actividad de la gestora. También se analizó la estructura, los medios y la independencia de esta función en el seno de la organización.

6.5 Colaboración en la prevención del blanqueo de capitales

El Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención de Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias (SEPBLAC) y la CNMV vienen aplicando el convenio de colaboración suscrito entre ambas entidades, en el que se tienen en cuenta tanto el plan de supervisión de la segunda como las prioridades determinadas por el primero en su análisis de riesgos en materia de blanqueo. En aplicación del citado convenio, en 2018 la CNMV remitió al SEPBLAC comunicaciones con las conclusiones alcanzadas sobre el grado de cumplimiento de las obligaciones con respecto a la prevención del blanqueo de capitales por parte de seis empresas de servicios de inversión o sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva incluidas en las revisiones acordadas previamente entre ambos organismos.

Asimismo, se remitió al SEPBLAC información relevante referida a incidencias de prevención de blanqueo de capitales identificadas en la revisión de los informes de auditoría interna elaborados por las entidades sujetas.

6.6 Índices de referencia

La regulación de los índices de referencia está recogida en el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo, que se publicó el 29 de junio de 2016 y que es de aplicación desde el 1 de enero de 2018. Algunas de sus disposiciones, como las relativas a los índices críticos y a los colegios de supervisores, son de aplicación desde el 30 de junio de 2016.

Este reglamento viene motivado por los casos de manipulación de índices que se han dado en el pasado y establece mecanismos para reducir su vulnerabilidad ante escenarios similares. Es por ello que en la práctica totalidad de las jurisdicciones europeas ha sido el regulador de valores —en el caso de España, la CNMV— la autoridad competente designada para aplicar la nueva regulación⁶.

Este régimen establece nuevas obligaciones para los administradores y los contribuidores de datos, así como para las entidades supervisadas que utilicen índices de referencia. La CNMV —como autoridad competente designada para aplicar la nueva regulación— también asume competencias adicionales relacionadas con: i) la autorización y el registro de los administradores de índices localizados en España, y ii) la supervisión de los administradores, los contribuidores y de cuantas personas intervengan en la elaboración de estos índices.

De este modo, durante 2018 la CNMV ha continuado trabajando en la delimitación del ámbito de aplicación del Reglamento 2016/1011 y en el desarrollo de actuaciones para facilitar y promover la implementación de la nueva normativa, entre las que cabe destacar las siguientes:

- La creación de una **sección en la página web de la CNMV** dedicada a los índices de referencia que permite el acceso a toda la normativa e información relevantes a nivel nacional e internacional.
- La publicación de una **comunicación dirigida al sector** para informar de las nuevas obligaciones del reglamento y de los criterios de la CNMV en la aplicación de su política de supervisión, proporcionada a la naturaleza y los riesgos inherentes en cada caso.
- La celebración de un **seminario-taller** para la difusión y discusión de la nueva regulación sobre índices de referencia entre y con las entidades supervisadas. En la celebración de este seminario, la CNMV contó con la colaboración de representantes de IOSCO y de ESMA, así como de las asociaciones y entidades supervisadas, que participaron en varias mesas redondas.
- La publicación de un **documento de preguntas y respuestas** que facilita la resolución de cuestiones prácticas y complementa el documento de la misma naturaleza elaborado por ESMA.

Durante 2018 la CNMV ha continuado desarrollando su actividad como miembro del colegio del Euribor y del Eonia, así como del Libor. Uno de los objetivos del colegio es la coordinación de la política y las actuaciones de supervisión de las autoridades que lo componen, y en 2018 se ha discutido la política de supervisión aplicable a los contribuidores de los índices críticos.

6 La regulación también atribuye al Banco de España las funciones de supervisión, inspección y sanción en lo que se refiere al cumplimiento de las obligaciones existentes por parte de las entidades supervisadas contribuidoras de datos para índices elaborados por el Banco de España y al cumplimiento de las obligaciones en relación con el uso de índices de referencia en los contratos financieros por parte de las entidades sujetas a la supervisión del Banco de España en materia de transparencia y protección del cliente.

En este contexto, la CNMV ha puesto en marcha durante 2018 la revisión del cumplimiento de los requisitos exigibles de acuerdo con la nueva regulación a las entidades que participan en los paneles de los índices críticos: Euribor y Eonia.

En el pasado ejercicio se ha seguido prestando especial atención a la reforma de los índices de tipos de interés, que sigue las recomendaciones del G20 y del FSB para evolucionar hacia unos índices mejorados, menos susceptibles a la manipulación y más representativos de la realidad económica que tratan de medir, así como hacia unos índices de referencia alternativos sin riesgo, que reduzcan la excesiva concentración en los actuales (véase recuadro 16).

Estado de la reforma de los índices de tipos de interés

RECUADRO 16

La reducción de la actividad en los mercados monetarios producida desde la crisis financiera, unida a los casos de manipulación de los índices interbancarios de tipos de interés, motivaron que el G20 y el FSB hayan impulsado reformas para evolucionar hacia índices mejorados —menos susceptibles a la manipulación y más representativos de la realidad económica que tratan de medir— así como hacia índices de referencia alternativos sin riesgo, que reduzcan la excesiva concentración en los actuales.

Los índices de tipos de interés desempeñan una función económica crucial en la fijación de precios de numerosos instrumentos y contratos, en la gestión de riesgos y en la implementación y seguimiento de la política monetaria. Todo esto hace necesario reforzar la solidez y garantizar la sostenibilidad de este tipo de índices, con el fin de preservar la estabilidad financiera.

En Europa, estas reformas han dado lugar a la aprobación del Reglamento (UE) 2016/1011 —que obliga a los índices existentes a adaptar su gobernanza y metodología de cálculo— y a la creación de un grupo de trabajo —impulsado por el BCE, la Comisión Europea, ESMA y la FSMA belga (por su carácter de supervisor del Euribor y el Eonia), con participación de miembros de la industria— encargado de: i) identificar índices libres de riesgo que puedan utilizarse como alternativa a los actuales, ii) definir caminos para una transición ordenada y iii) reforzar la solidez de los contratos actuales y futuros.

Desde 2013, EMMI —administrador de los índices de referencia en la zona del euro (Euribor y Eonia)— ha venido trabajando para reforzar su estructura de gobierno y transparencia, así como para implementar una metodología que se ajuste a las exigencias del Reglamento (UE) 2016/1011. El administrador tiene previsto que, a lo largo de 2019 (sin solución de continuidad), el Euribor pase de calcularse a partir de cotizaciones de un grupo de bancos a hacerlo sobre la base de las transacciones reales de estos bancos y de otras fuentes de datos cuando no haya suficientes transacciones. EMMI está trabajando en la implantación de la nueva metodología para estar en condiciones de recibir la autorización conforme al reglamento europeo antes de que finalice 2019.

Tal y como EMMI ha hecho público, el Euribor debe adaptar su metodología de cálculo a los requisitos de la nueva regulación, pero seguirá reflejando el

mismo interés subyacente: el coste de financiación mayorista de los bancos de la zona del euro en el mercado monetario no colateralizado.

En la zona del euro, el BCE ha decidido desarrollar a partir de octubre de 2019 un tipo de interés a corto plazo del euro —€STR, Euro Short Term Rate—, que reflejará el coste de financiación de las entidades de crédito de esa zona en el mercado mayorista de depósitos a un día. Este índice ha sido recomendado por el grupo de trabajo como el tipo de interés libre de riesgo en la zona del euro sustituto del Eonia. El grupo también ha publicado una propuesta de transición basada en una modificación metodológica del Eonia, que pasaría a calcularse como el €STR más un *spread* fijo durante el tiempo necesario para completar la transición.

El €STR también servirá como tasa de respaldo (*fallback rate*) para los contratos ligados al Euribor, que deberán incorporar cláusulas de reserva (*fallback clauses*) para contemplar la eventual desaparición del índice. Sobre el posible uso del €STR como alternativa al Euribor, el grupo de trabajo está desarrollando una metodología basada en los mercados de derivados para construir una estructura de plazos basada en este índice.

En relación con la solidez contractual, el grupo ha concluido que las cláusulas en los contratos actuales son inadecuadas o insuficientes. Para facilitar su adaptación, ha publicado orientaciones sobre la introducción de *fallbacks* sólidos en los nuevos contratos (tal y como exige el reglamento europeo desde el 1 de enero de 2018) y tiene previsto publicar recomendaciones en relación con los contratos vigentes.

En el Reino Unido, el Banco de Inglaterra ya ha introducido el SONIA (Sterling Overnight Index Average) que deberá reemplazar al Libor, cuya supervivencia no se contempla más allá de 2021, fecha en la que las autoridades británicas han anunciado que dejarán de apoyar el índice y permitirán que las entidades que actualmente componen el panel de contribuidores lo abandonen, si así lo desean.

A estas actuaciones se suman las de otras jurisdicciones como EE. UU., Suiza o Japón, en las que también se ha iniciado el proceso de disposición de índices alternativos y se está trabajando para facilitar la transición hacia un entorno con mayor diversificación en los índices de tipos de interés y menor dependencia de los actuales.

6.7 Autoridad de resolución (fase preventiva) de empresas de servicios de inversión

La normativa española en materia de recuperación y resolución ha optado por un modelo que distingue entre funciones de resolución en fase preventiva —que se encomiendan a la CNMV respecto de las empresas de servicios de inversión y al Banco de España respecto de las entidades de crédito— y en fase ejecutiva —que se asignan al FROB para ambos tipos de entidades.

El marco de resolución comprende tres fases: i) la fase preventiva, en la que en el curso de la actividad ordinaria de la entidad se incorpora el análisis sobre su capacidad para afrontar su propia crisis y para ser resuelta de manera ordenada, si llegara a ser inviable; ii) la fase de actuación temprana, en la que el supervisor puede ejercer nuevas competencias para actuar sobre las entidades cuando empiezan a debilitarse pero aún son viables; y iii) la fase de resolución, si finalmente, a pesar de las medidas preventivas, no pudiera evitarse la inviabilidad de la entidad.

La CNMV, como autoridad de resolución preventiva, debe elaborar y aprobar —previo informe del FROB y del supervisor competente— el plan de resolución de cada empresa de servicios de inversión o grupo objeto de supervisión en base consolidada, e identificar así la mejor estrategia en caso de que devenga inviable. Al elaborar el plan de resolución la CNMV realiza una evaluación de la resolubilidad de la entidad para determinar si, en el caso de su eventual inviabilidad, podría llevarse a cabo su resolución o liquidación de forma creíble y factible, sin menoscabo de la continuidad de las funciones críticas que la entidad realice. Mediante dicho plan también se identifican —y, en su caso, se eliminan— los posibles obstáculos que imposibiliten o dificulten la resolución o liquidación de la entidad.

Durante 2018 se ha completado el primer ciclo de la planificación y se han elaborado nueve planes de resolución. El cuadro 6.7.1 muestra el número de planes realizados desde 2016.

Planes de resolución de ESI

CUADRO 6.7.1

Tipo	2016		2017		2018		Total	
	N.º planes elaborados	Planes con posible obstáculo	N.º planes elaborados	Planes con posible obstáculo	N.º planes elaborados	Planes con posible obstáculo	N.º planes elaborados	Planes con posible obstáculo
Individual	5	–	5	4	–	–	10	4
Grupo	2	2	9	4	9	4	20	10
Actualización	–	–	1	–	–	–	1	–
Total	7	2	15	8	9	4	31	14

Fuente: CNMV.

En los planes de resolución de las empresas de servicios de inversión se viene considerando como estrategia más adecuada, ante un supuesto de inviabilidad, la liquidación de acuerdo con un procedimiento concursal ordinario. Se entiende que este procedimiento resulta creíble y factible si permite alcanzar razonablemente —y al menos en la misma medida que un proceso de resolución— los objetivos que establece la Ley de recuperación y resolución en este ámbito.

En la evaluación de la **resolubilidad**, algunas de las entidades mantienen un volumen significativo de activos de clientes (efectivo e instrumentos financieros), por lo que, en un supuesto de inviabilidad, dicha resolubilidad podría verse afectada por dificultades y retrasos en la restitución o el traslado de estos activos a otras entidades, en el curso de una liquidación por procedimientos concursales ordinarios. La CNMV ha propuesto a estas entidades medidas preventivas tales como la suscripción de acuerdos con terceras entidades cuando se alcancen determinados umbrales de alerta temprana. De esta manera, en caso de inviabilidad, se garantiza el traspaso

y el reembolso de los activos de los clientes —ya sea de forma provisional o definitiva sin incidencias y en el menor tiempo posible⁷.

Durante la elaboración del plan de resolución la CNMV también evalúa la posible **exigencia de requisitos mínimos de recursos propios y pasivos admisibles (MREL)**, es decir, si la entidad cuenta con los recursos propios y pasivos admisibles mínimos suficientes para absorber las pérdidas y poder llevar a cabo la estrategia (resolución o liquidación) elegida. En los casos analizados no se ha considerado necesaria cuantía adicional alguna para recapitalizar las entidades, dado que la estrategia propuesta ha sido la liquidación por procedimientos concursales ordinarios, considerando que el importe necesario para garantizar la absorción de pérdidas debe coincidir con la cantidad de recursos propios exigibles en cada momento por el supervisor competente.

La normativa permite que la CNMV establezca **obligaciones simplificadas** en la elaboración de planes de recuperación y de resolución. Para ello se toma como base una serie de indicadores de tamaño, tipo de actividad, riesgo, interconexiones e impacto de la entidad o del grupo en los mercados y en la economía. En atención a las características particulares de las empresas de servicios de inversión, los planes elaborados han sido planes de resolución simplificados que se deben actualizar al menos anualmente⁸.

Durante el pasado ejercicio las empresas de servicios de inversión comprendidas en el ámbito de aplicación de la normativa de resolución presentaron la actualización de sus **planes de recuperación**. Estos planes han sido revisados de forma independiente por las áreas funcionales de supervisión y de resolución de la CNMV, así como por el FROB —en su calidad de autoridad de resolución en la fase ejecutiva—, y se ha concluido en todos los casos que su contenido no afectaba negativamente a la resolubilidad de las entidades.

La **coordinación entre las autoridades** de resolución españolas queda garantizada de manera institucional, ya que la CNMV —a través de su vicepresidencia— y el Banco de España forman parte de la comisión rectora del FROB desde la entrada en vigor, en julio de 2015, de la Ley 11/2015.

Además, con el fin de fortalecer la cooperación institucional existente y de concretar las obligaciones de cooperación e intercambio de información previstas en la Ley 11/2015, la CNMV y el FROB han suscrito en 2018 un convenio de colaboración en

7 La reciente modificación 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 mediante el Real Decreto 1464/2018, de 21 de diciembre, establece modificaciones relevantes en lo que respecta a las medidas de organización interna de las ESI en materia de gestión de activos con efecto a partir del 17 de abril de 2019. En particular, establece la obligación de que las ESI alcancen acuerdos con otras entidades ajenas al grupo para que, a requerimiento de la CNMV, en el supuesto de que atraviesen dificultades financieras o se manifiesten dudas razonables sobre su viabilidad o sobre la adecuada protección de los inversores, puedan acordar el traspaso en bloque de los instrumentos financieros custodiados y del efectivo de sus clientes a una o varias entidades.

8 La normativa de resolución permite modificar la frecuencia de actualización de los planes de resolución y es la intención de la CNMV considerar que el plazo de actualización de los planes de resolución pase a ser bienal sin perjuicio de que cambios en la estructura jurídica u organizativa de la entidad o en su situación financiera pudieran afectar significativamente a la eficacia del plan o requerir cambios del mismo, o siempre que la CNMV como autoridad de resolución preventiva, a iniciativa propia o del FROB, estime conveniente su actualización en un plazo inferior.

materia de resolución y recuperación de empresas de servicios de inversión. De manera similar, el FROB también ha suscrito un convenio equivalente con el Banco de España.

La CNMV, en el ejercicio de sus competencias de resolución, ha mantenido una intensa actividad en los diferentes foros y grupos de trabajo a nivel global. En el ámbito comunitario, la CNMV es miembro del Comité de Resolución (ResCo) de la Autoridad Bancaria Europea (EBA), encargado del desarrollo de normas, informes y directrices relacionados con la Directiva de resolución y restructuración de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión. De los trabajos llevados a cabo en 2018, destacan los siguientes: i) la aprobación de un manual sobre valoración independiente en caso de resolución, ii) la monitorización del impacto de las decisiones sobre MREL, iii) los trabajos sobre intercambio de información en caso de resolución y iv) la coordinación de las medidas preparatorias de cara al *brex*it.

A nivel internacional, la CNMV ha participado durante 2018 en el Grupo de Resolución (ReSG) del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), que, además del análisis de la resolución de entidades bancarias, también trabaja en la coordinación y el impulso a nivel global de la resolución de las infraestructuras de los mercados financieros. Así, la CNMV participa en el grupo de trabajo sobre resolución de infraestructuras de mercados financieros (fmiCBCM), que depende del ReSG. Este grupo ha publicado la Guía sobre resolución y planificación de la resolución de cámaras de contrapartida central y, a finales de 2018, ha presentado a consulta pública un documento sobre los recursos financieros disponibles en una resolución y el tratamiento del capital de una ECC.

La compensación centralizada de los derivados OTC —uno de los compromisos del G20 para reforzar los mercados en respuesta a la crisis financiera mundial— ha aumentado la criticidad de las ECC con respecto a la seguridad y la solidez general del sistema financiero. Asimismo, este hecho ha conllevado la necesidad de contar con herramientas apropiadas y medidas tanto para garantizar la continuidad de los servicios cruciales de compensación como para asegurar que las incidencias se puedan resolver de manera ordenada —con los riesgos mínimos para la estabilidad financiera y sin perjuicio para los contribuyentes.

En espera de que a nivel europeo se culmine un marco regulatorio sobre la recuperación y resolución de las ECC, las jurisdicciones miembros del FSB han asumido el compromiso de impulsar la planificación de la resolución y de organizar comités de gestión de crisis para las ECC sistémicas. En España existe una única ECC para el mercado de derivados y de contado, tanto de renta fija como de renta variable, que el FSB considera sistémica en nuestro país y en otra jurisdicción, debido a las interconexiones que presenta a través de sus participantes. En este contexto, la CNMV viene trabajando en el análisis de la resolubilidad de la ECC española, conforme a los estándares internacionales del FSB y la normativa de resolución en curso.

6.8 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 empresas de asesoramiento financiero (EAF)— en caso de concurso de acreedores o declaración de insolvencia por parte de la CNMV. La cobertura del fondo se extiende también a los clientes de las sociedades gestoras de

instituciones de inversión colectiva (SGIIC) y de las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC), en lo que se refiere a la prestación de servicios de inversión y auxiliares a clientes individuales, y siempre que se den las mismas situaciones de insolvencia que en las empresas de servicios de inversión. El importe máximo de la indemnización, una vez comprobada la posición neta del inversor, es de 100.000 euros.

A finales de 2018 el número de entidades adheridas al FOGAIN ascendía a 167, lo que supone 7 entidades más que el año anterior. En el cuadro 6.8.1 se muestra la distribución por tipo de entidad.

Evolución del número de entidades adheridas al FOGAIN

CUADRO 6.8.1

Tipo de entidad	2015	2016	2017	2018
SAV	77	81	89	91
SGC	3	2	1	1
SGIIC	56	58	68	73
SGEIC		1	2	2
Total	136	142	160	167

Fuente: CNMV.

Como se ha indicado, los clientes de las EAF no están cubiertos por el fondo y tampoco lo están los de las entidades extranjeras que operan en España, salvo que estas lo hagan a través de alguna sucursal y hayan decidido adherirse al FOGAIN (actualmente no hay ninguna en esta situación). Por tanto, las entidades extranjeras están adheridas a los fondos de garantía de su Estado de origen, cuya cobertura puede no ser igual a la ofrecida en España.

El FOGAIN ha continuado dando soporte y asistencia a sus entidades adheridas en todo lo referido a su relación con el fondo y a su cobertura.

En línea con los criterios de seguridad y liquidez que exige la normativa, durante este ejercicio el fondo siguió invirtiendo su patrimonio en deuda pública a distintos plazos y en depósitos bancarios.

El patrimonio del FOGAIN alcanzó al cierre del ejercicio un importe de 100,6 millones de euros, lo que supone un incremento del 13,8% respecto a 2017. Este aumento se produjo como consecuencia de las aportaciones de las entidades adheridas y del rendimiento de las inversiones, así como de los importes recuperados por el fondo durante el año. Así, en 2018 el fondo recuperó 5,44 millones de euros del concurso de acreedores de Interdín Bolsa, SV, S.A., lo que supone que hasta la fecha ha recuperado aproximadamente el 88% del importe total satisfecho por el FOGAIN a los clientes de dicha entidad.

En cuanto a las gestiones para recuperar los importes desembolsados, el FOGAIN mantiene su personación activa en los diversos procedimientos judiciales abiertos relativos a los siniestros en los que ha desplegado su cobertura y ha promovido e iniciado todas las acciones a su alcance para conseguir dicho objetivo.

Durante el ejercicio el FOGAIN ha mantenido en funcionamiento distintos grupos de trabajo de entidades adheridas sobre asuntos de interés común, así como su presencia en el Comité Consultivo de la CNMV.

Por último, el FOGAIN continúa dando a conocer entre los inversores su cobertura, las entidades cubiertas y los procedimientos para solicitar, en su caso, una indemnización. Este servicio de información a los inversores es otra de las funciones que el fondo tiene legalmente asignadas y se presta tanto por vía telefónica como a través de su página web (www.fogain.com)

7.1 Reclamaciones

Los inversores pueden presentar ante el Servicio de Reclamaciones de la CNMV quejas por demoras, desatenciones u otras actuaciones deficientes de las entidades financieras, así como reclamaciones por acciones concretas u omisiones que estimen que perjudican sus derechos o intereses. 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 sin haber obtenido satisfacción o respuesta en plazo por parte de esta.

En 2018 los inversores presentaron 1.018 escritos susceptibles de dar lugar a la apertura de un expediente de reclamación, con lo que aumentan ligeramente en comparación con los presentados en el año anterior.

El Servicio de Reclamaciones analiza estos escritos de manera que, según cumplan o no los requisitos para ser admitidos como reclamación desde su presentación, pueden pasar por diferentes fases (previa, de tramitación y resolución, y posterior). Dicha labor se realiza con sometimiento a las normas de funcionamiento y procedimiento, cuya adaptación a la legislación sobre resolución alternativa de litigios de consumo se publicó en la Memoria anual sobre reclamaciones y consultas de 2017.

Los escritos que no cumplían los requisitos para ser admitidos a trámite descendieron un 14,5% en 2018; por otro lado, se ha observado un incremento del 5,1% de los escritos tramitados durante el mismo año. El Servicio de Reclamaciones de la CNMV emitió un mayor número de informes finales motivados en 2018, en los que los reclamantes obtuvieron un informe favorable a sus pretensiones en el 59,8% de los casos y desfavorable en el 40,2% restante.

El número de escritos en trámite al cierre del ejercicio 2018 se redujo un 12,1%.

En el cuadro 7.1.1 se muestran los datos sobre las reclamaciones tramitadas según el tipo de resolución.

Reclamaciones tramitadas según tipo de resolución

CUADRO 7.1.1

Número de reclamaciones y quejas

	2016		2017		2018		% var. 17/18
	N.º	%	N.º	%	N.º	%	
Registradas en el Servicio de Reclamaciones de la CNMV	1.205	-	998	-	1.018	-	2,0
No admitidas a trámite	400	-	407	-	348	-	-14,5
Tramitadas sin informe final motivado	141	19,0	108	16,3	107	15,4	-0,9
Allanamiento o avenimiento	110	14,8	73	11,0	97	13,9	32,9
Desistimiento	19	2,6	21	3,2	7	1,0	-66,7
Inadmisión sobrevenida	12	1,6	14	2,1	3	0,4	-78,6
Tramitadas con informe final motivado	602	81,0	555	83,7	590	84,6	6,3
Informe favorable al reclamante	309	41,6	301	45,4	353	50,6	17,3
Informe desfavorable al reclamante	293	39,4	254	38,3	237	34,0	-6,7
Total tramitadas	743	100,0	663	100,0	697	100,0	5,1
En trámite al cierre del ejercicio	295	-	223	-	196	-	-12,1

Fuente: CNMV.

Las causas de reclamación planteadas en las 697 reclamaciones concluidas en 2018 fueron 956¹ y se muestran en el cuadro 7.1.2.

Motivos de las reclamaciones finalizadas en 2018

CUADRO 7.1.2

Servicio de inversión/motivo	Causa	Valores	IIC	Total
Comercialización/ejecución Asesoramiento Gestión de carteras	Conveniencia/idoneidad	50	24	74
	Información previa	85	47	132
	Órdenes de compraventa	142	49	191
	Comisiones	111	50	161
	Traspasos	9	31	40
	Información posterior	178	52	230
	Titularidad	13	5	18
Adquisición <i>mortis causa</i>	Conveniencia/idoneidad	0	0	0
	Información previa	1	0	1
	Órdenes de compraventa	3	1	4
	Comisiones	4	0	4
	Traspasos	3	3	6
	Información posterior	12	10	22
	Titularidad	18	22	40
Funcionamiento del SAC		24	9	33
Total		653	303	956

Fuente: CNMV.

En cuanto al tipo de producto reclamado, casi un tercio de las reclamaciones resueltas se referían a instituciones de inversión colectiva, mientras que las restantes

1 En un mismo expediente de reclamación es habitual que se den distintas causas de reclamación.

aludían a otro tipo de valores, como instrumentos de capital, bonos u obligaciones, y derivados financieros.

Respecto de las cuestiones más reclamadas, destacan las relativas a la información facilitada sobre el producto después de su contratación (26,4%), las órdenes de compra-venta de los productos (20,4%) y las comisiones cobradas por las entidades (17,3%).

7.2 Atención de consultas

El departamento de Inversores de la CNMV atiende las consultas 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.

Además de contestar las consultas definidas en la citada Orden ECC/2502/2012, la CNMV asiste a los inversores en la búsqueda de información recogida en la web (www.cnmv.es) y cuyo contenido se encuentra en los registros públicos oficiales de la entidad y en otros documentos difundidos por esta, y atiende distintas cuestiones o dudas que, dentro del ámbito de los mercados de valores, puedan plantear los pequeños inversores.

Los medios habilitados para presentar las consultas son tres: por teléfono, por correo postal o a través de la sede electrónica (disponible en www.cnmv.es), donde hay una sección destinada a la presentación de reclamaciones, quejas y consultas, y en la que es necesaria la identificación mediante certificado/DNI electrónico o a través de un usuario y contraseña, que sirven para presentar futuras consultas o reclamaciones ante la CNMV (<https://sede.cnmv.gob.es/sedecnmv/sedeelectronica.aspx>).

En 2018 se atendieron 10.772 consultas. La mayoría se realizaron por vía telefónica (88,7%) y fueron atendidas por los operadores de un centro de llamadas. Dichas consultas se limitaron a facilitar información existente en los registros oficiales de información contenida en la página web (www.cnmv.es). Por volumen, el segundo medio más utilizado fue el formulario de la sede electrónica (7,2%), seguido del correo ordinario o la presentación a través del registro general (4%).

Como refleja el cuadro 7.2.1, durante el año 2018 el número total de consultas atendidas disminuyó un 3,8% en relación con el ejercicio 2017. Esta reducción se produce fundamentalmente por el menor número de consultas telefónicas (348 menos que en 2017), junto con un incremento de las consultas recibidas mediante correo ordinario o presentadas a través del registro general (37 más que en 2017). En cualquier caso, suponen un 34,2% y un 21,5% más de consultas que las recibidas en 2016 y 2015 respectivamente.

Una de las causas que explican el descenso en el número de consultas atendidas en 2018 frente a 2017 está motivada, en gran medida, por el mayor número de las recibidas en 2017 tras el acuerdo adoptado por la Junta Única de Resolución² (JUR) de

2 La JUR es la autoridad de resolución de la Unión Europea. Es un elemento clave de la Unión Bancaria y de su Mecanismo Único de Resolución. Su misión consiste en garantizar la resolución ordenada de bancos

llevar a cabo la resolución del Banco Popular Español, S.A. y que tuvieron una especial relevancia en 2017.

En cuanto a los plazos de respuesta cabe señalar que, con independencia de las consultas recibidas por teléfono que se atienden en el mismo día, la media para todo el año 2018 estuvo en 21 días naturales.

Consultas según canal de recepción

CUADRO 7.2.1

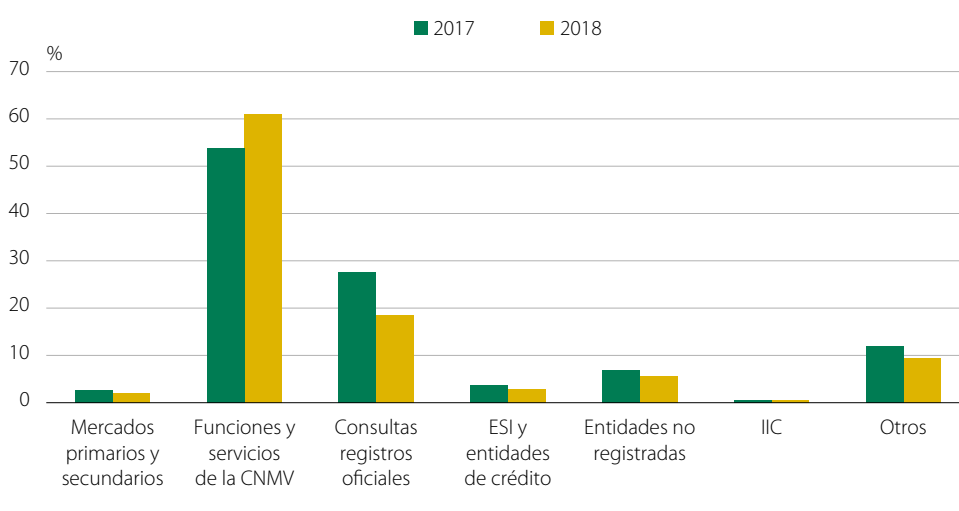
	2016		2017		2018		% var. 18/17
	N.º	% s/ total	N.º	% s/ total	N.º	% s/ total	
Teléfono	6.514	58,2	9.907	88,5	9.559	88,7	-3,5
Escritos	331	3,0	399	3,6	436	4,0	9,3
Formulario	1.183	10,6	893	8,0	777	7,2	-13,0
Total	8.028	71,7	11.199	100,0	10.772	100,0	-3,8

Fuente: CNMV.

En cuanto a los temas objeto de consulta, un año más los inversores solicitaron información sobre datos disponibles en los registros oficiales de la CNMV: información de las entidades registradas, tarifas por servicios de inversión, hechos relevantes, posiciones cortas, participaciones significativas, comunicaciones de la CNMV y 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 los servicios de la CNMV, así como sobre el estado de tramitación de los expedientes de reclamación y de las consultas. Desde el centro de llamadas también se han facilitado a los interesados los teléfonos y datos de contacto de otros organismos, por tratarse de cuestiones que quedan fuera de la competencia de la CNMV.

Materias objeto de consulta

GRÁFICO 7.2.1



Fuente: CNMV.

Junto con los temas recurrentes, los inversores realizaron otras consultas sobre cuestiones vinculadas a la coyuntura de los mercados o a determinados acontecimientos, entre los que cabe señalar los siguientes:

- Consultas y quejas relativas a la evolución bursátil de las acciones de la sociedad Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A. (Dia), el volumen existente de posiciones cortas, la composición accionarial y la posible existencia de un posible supuesto de opa por toma de control.
- Consultas y dudas relativas a la modificación del precio mínimo de cotización de determinados valores en el sistema de interconexión bursátil (SIB) llevada a cabo por la Sociedad de Bolsas, S.A., así como sobre las dudas surgidas por la aplicación del requisito de contratación mediante un lote mínimo.
- Consultas relativas a la situación en la que quedaban aquellos accionistas de Abertis Infraestructuras, S.A. (Abertis) tras la finalización de la opa voluntaria llevada a cabo por Hochtief Aktiengesellschaft, dirigida al 100% del capital social y en la que se manifestaba la voluntad de excluirla de cotización (la exclusión tuvo lugar el 6 de agosto de 2018).
- Consultas por parte de un heredero relativas a la voluntad de conocer dónde pueden estar depositados los valores del causante, así como información sobre fechas de adquisición y precios.
- Consultas relativas al retraso en la admisión a cotización de la ampliación llevada a cabo por Urbas Grupo Financiero, S.A. en 2015.
- Consultas relativas a entidades no habilitadas, conocidas como chiringuitos financieros. En el apartado 7.3 del presente Informe se recoge con mayor detalle la actividad llevada a cabo sobre entidades no habilitadas.
- Otras consultas o quejas que se presentaron a lo largo de 2018 y que ya se han tratado con más detalle en anteriores informes anuales y memorias han sido:
 - La resolución de Banco Popular Español, S.A., así como cuestiones vinculadas a la acción de fidelización llevada a cabo por Banco Santander, S.A.
 - Consultas relativas al precio al que se compraron determinados valores.
 - Consultas relativas a las comisiones de administración y custodia de valores suspendidos o excluidos de cotización. Las consultas se centraron fundamentalmente en las siguientes compañías: Fergo Aisa, S.A. (en liquidación), la Seda de Barcelona, S.A. (en liquidación), Indo Internacional, S.A. (en liquidación) y Reyal Urbis, S.A. (en liquidación).
 - Consultas relativas a opas autorizadas por la CNMV. En concreto, sobre las sociedades Funespaña, S.A., Abertis Infraestructuras, S.A. y Bodegas Bilbainas, S.A.
 - Consultas e incidencias con empresas de servicios de inversión chipriotas inscritas en los registros oficiales de la CNMV en régimen de libre prestación de servicios (es decir, sin establecimiento permanente en España).

- Consultas relacionadas con la posible titulización de préstamos hipotecarios.
- Consultas que, por su contenido, no se enmarcan dentro de las competencias que tiene atribuidas la CNMV. Cabe destacar las relacionadas con productos o servicios bancarios, o con seguros o fondos de pensiones. En estos casos la CNMV traslada los escritos al órgano supervisor competente e informa de ello al interesado. Otro tipo de cuestiones que no se enmarcan dentro de las competencias asignadas a la CNMV son las de índole fiscal, en cuyo caso se informa a los interesados de que deben ponerse en contacto con la autoridad fiscal competente.

7.3 Advertencias sobre entidades no autorizadas

A través de su página web, la CNMV publica advertencias dirigidas a los inversores sobre entidades que no están autorizadas para prestar los servicios de inversión, o las actividades reservadas a instituciones de inversión colectiva o a plataformas de financiación participativa previstas en la norma, y que han sido detectadas por la propia Comisión o por otros supervisores³.

A continuación se resume la información relativa a las advertencias difundidas a lo largo de 2018 (la información detallada aparece en el apartado Advertencias de la Sección del inversor en la web de la CNMV):

- Un total de 63 advertencias de la CNMV en las que se alertaba sobre entidades no autorizadas para actuar en los mercados de valores, en virtud de lo establecido en la Ley del Mercado de Valores⁴. Esta cifra supone un incremento del 18,9% con respecto a las advertencias realizadas en 2017 (53), lo que está en línea con el número de advertencias emitidas por otros organismos supervisores de países de nuestro entorno.
- Un total de 557 comunicaciones (447 en 2017) procedentes de organismos supervisores de Estados miembros de la Unión Europea, de las que 516 se referían a entidades no autorizadas y otras 41, incluidas en el apartado «Otras advertencias», a alertas relativas a determinadas conductas o actuaciones irregulares⁵.

Como resultado de esta actividad, en el año 2018 se realizaron un total de 620 advertencias (un 24% más que en 2017). Cabe destacar que 4 organismos reguladores (25% del total), entre los que se encuentra la CNMV, concentran el 76,6% de las advertencias realizadas en Europa.

El gráfico 7.3.1 muestra la evolución en el número de advertencias sobre entidades no autorizadas realizadas por la CNMV en los cuatro últimos años.

3 Desde febrero de 2018 se ha habilitado la comunicación a la CNMV de posibles infracciones en el ámbito del mercado de valores de forma confidencial, que permite presentar dichas comunicaciones anónimamente.

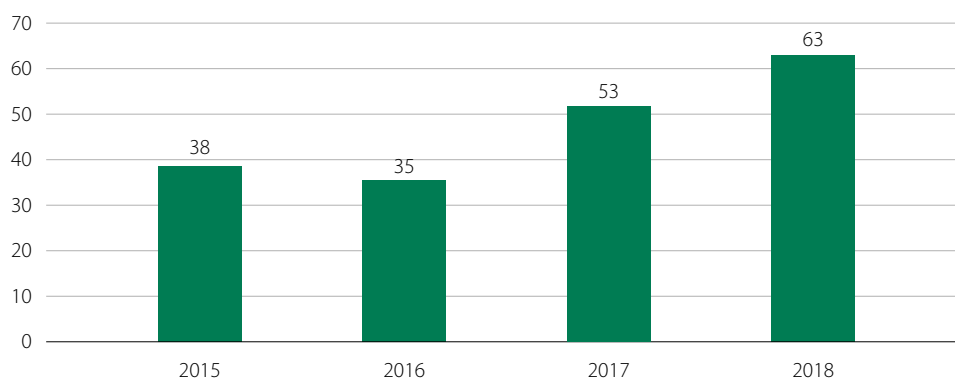
4 Artículos 17 y 144 de la Ley del Mercado de Valores.

5 Desde 2010 existe en la página web de IOSCO un servicio de alerta sobre entidades no habilitadas, en el que se incluyen aquellas advertencias emitidas por los miembros de la organización. Dado que no todas las advertencias emitidas por los miembros de IOSCO se comunican a su vez a la CNMV, se recomienda visitar esta web para obtener una mayor información.

N.º de advertencias realizadas por la CNMV sobre entidades no registradas

GRÁFICO 7.3.1

La actuación de la CNMV en los mercados de valores
Atención al inversor

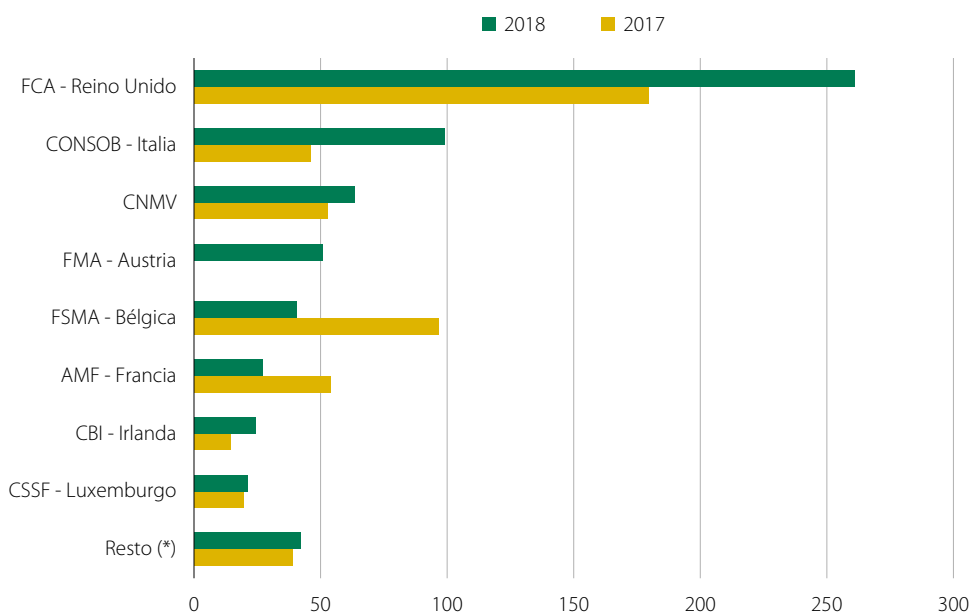


Fuente: CNMV.

En el gráfico 7.3.2 se muestra la evolución del número de advertencias procedentes de organismos supervisores de Estados miembros de la Unión Europea. Conviene señalar que la FCA (Reino Unido) y la FSMA (Bélgica) son reguladores con competencias también sobre el sector bancario y asegurador, por lo que las advertencias que emiten incluyen, además, dichos ámbitos.

N.º de advertencias procedentes de Estados miembros de la UE sobre entidades no registradas

GRÁFICO 7.3.2



Fuente: CNMV. (*) Ocho organismos supervisores con menos de diez advertencias en 2018.

7.4 Advertencias sobre otras entidades

Por otra parte, en el año 2018 se incorporaron 55 entidades a un nuevo listado —denominado Otras entidades, dentro de la sección de Advertencias al público de la página web de la CNMV—, que informa de aquellas entidades que, si bien no prestan servicios de inversión, podrían estar realizando algún tipo de actividad de captación de fondos o prestando algún servicio de naturaleza financiera, sin contar

con ningún tipo de autorización ni estar registradas a ningún efecto en la CNMV. En su mayor parte se trata de páginas web o entidades que realizan compras y ventas (*exchange*) de criptoactivos.

La lista no es exhaustiva y deriva principalmente de ejercicios de búsqueda y análisis en internet y redes sociales. La inclusión en la lista no implica pronunciamiento alguno sobre la conformidad o no con la normativa vigente de la posible actividad de las correspondientes entidades.

7.5 Seguimiento de ICO

A finales del año 2017, la CNMV recogió en una nota de prensa los dos comunicados que la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) hizo públicos sobre las denominadas ofertas iniciales (ICO, por sus siglas en inglés, *initial coin offerings*) de criptoactivos o *tokens*, uno relativo a los riesgos para los inversores y otro con recomendaciones y reglas dirigidas a las entidades que consideren participar en ellas.

En ambos comunicados —en cuyo análisis y elaboración participó la CNMV—, se señala que «ante la proliferación en algunos países de este tipo de operaciones, ESMA estima que los inversores no son conocedores del elevado riesgo que estarían asumiendo por participar en ellas. Además, ESMA manifiesta su preocupación por la posibilidad de que las entidades que promueven las ICO o participen en ellas no estén cumpliendo con la legislación europea relevante al respecto». Asimismo, «ESMA advierte a los inversores del elevado riesgo de perder el capital invertido en este tipo de ofertas, al tratarse generalmente de inversiones muy especulativas y de elevado riesgo, sobre las que se proporciona una información en muchos casos inadecuada. El precio de la moneda o *token* podría ser muy volátil y los inversores pueden no tener la posibilidad de recuperar su inversión en un periodo prolongado. [...] Ciertas ICO podrían también entrañar riesgo de fraude y de blanqueo de capitales».

Con base en esa advertencia genérica⁶, en el año 2018 se realizó una búsqueda de proyectos de ICO que pudieran ser considerados españoles —por la ubicación geográfica de sus promotores o por la nacionalidad de estos—, que derivó en la apertura de 73 investigaciones previas para conocer la naturaleza y situación del proyecto y, en especial, la naturaleza jurídica de los *tokens* emitidos y su comercialización entre inversores residentes en España.

Mediante dichas investigaciones previas, no solo se requirió información a 44 entidades emisoras de los *tokens*⁷, sino que, en ocasiones, se realizaron seguimientos diarios o semanales del proceso de comercialización de los *tokens* durante los periodos de preventa y venta de estos últimos.

6 Complementada por otros dos comunicados de la CNMV de índole más técnica, como los correspondientes a «Consideraciones de la CNMV sobre criptomonedas e ICO dirigidas a los profesionales del sector financiero», de 8 de febrero de 2018, y el documento de «Preguntas y respuestas dirigidas a empresas *fintech* sobre actividades y servicios que pueden tener relación con la CNMV» (en especial la actualización de julio de 2018).

7 Seleccionadas en función del sector de actividad (financiero o no), idioma utilizado en la comercialización, registro en España de la entidad que los comercializa, situación del proyecto (en curso, finalizado, no iniciado o paralizado) e importe objetivo.

A través de estas actuaciones de investigación se pudo comprobar que la captación real de fondos está siendo muy poco significativa, especialmente en comparación con las expectativas generadas. Este hecho se ha transmitido por parte de la CNMV en diferentes instancias internacionales.

7.6 Comunicación de posibles infracciones (*whistleblowing*)

El Reglamento n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, 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 (MAR, por sus siglas en inglés) previó en su artículo 32 la necesidad de creación de mecanismos eficaces para permitir la comunicación de infracciones posibles o reales.

El referido reglamento comunitario fue desarrollado por la Directiva de ejecución (UE) 2015/2392 de la Comisión, de 17 de diciembre de 2015, relativa al Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la comunicación a las autoridades competentes de infracciones posibles o reales de dicho reglamento.

Por su parte, el artículo 73 de 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 (conocida como MiFID II), establece la fijación por parte de los Estados miembros de mecanismos eficaces para posibilitar la notificación a las autoridades de infracciones potenciales o efectivas de las disposiciones del Reglamento (UE) n.º 600/2014.

Con la entrada en vigor del Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre, por el que se modifica el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, se traspuso a la norma nacional la normativa comunitaria sobre comunicación de infracciones.

Con base en la regulación comunitaria, el 8 de enero de 2018 se puso en funcionamiento un canal de comunicación de posibles infracciones para que toda persona que conozca la posible o efectiva comisión de infracciones relacionadas con las normas de ordenación y disciplina de los mercados de valores, y que desee informar de ello de manera confidencial, pueda contactar con la CNMV. Sin perjuicio de lo anterior, este canal está especialmente dirigido a empleados, antiguos empleados u otras personas que presten o hayan prestado servicios en entidades que hayan podido cometer infracciones en el ámbito del mercado de valores.

Esto motivó la creación de la sección específica Comunicación de infracciones dentro de la página web de la CNMV, donde se informa con detalle sobre este nuevo servicio y se recogen cuestiones sobre medidas de protección de identidad y de protección dentro del ámbito laboral y contractual.

Cabe reseñar que, en ningún caso, dicho canal tiene por objeto atender reclamaciones derivadas de casos particulares ni consultas, por tener estas cuestiones sus canales específicos.

Los canales habilitados son: i) por teléfono (900 373 363); ii) a través del correo electrónico (comunicaciondeinfracciones@cnmv.es); iii) mediante escrito dirigido a Comunicación de Infracciones - Departamento de Inversores - CNMV. Edison, 4. 28006

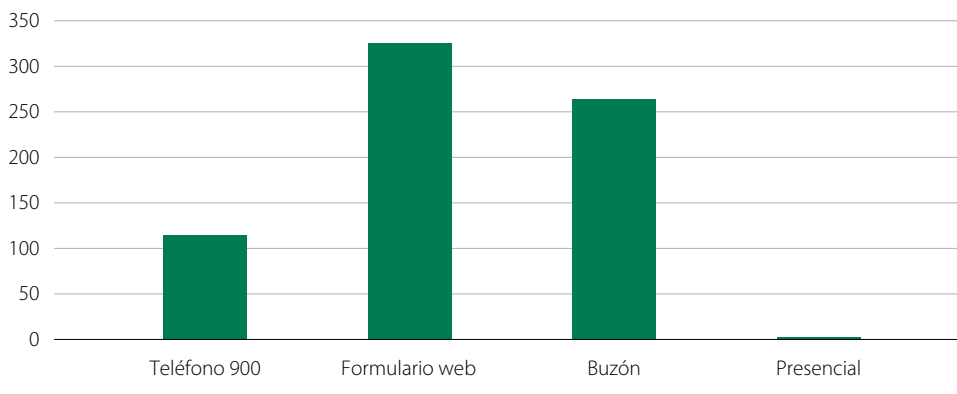
Madrid / Passeig de Gràcia, 19. 08007 Barcelona; iv) mediante el formulario habilitado en la página web de la CNMV (www.cnmv.es) dentro de la sección Comunicación de infracciones; y v) presencialmente en las oficinas de la CNMV en Madrid.

Estas comunicaciones deben contener necesariamente elementos fácticos de los que razonablemente se derive, al menos, una sospecha fundada de infracción. Para ello deben recoger, entre otros una descripción detallada del posible incumplimiento, la identidad de las personas o entidades involucradas en la posible conducta ilícita y las fechas en que hubieran tenido lugar las presuntas infracciones. En cualquier caso, la información que se proporcione no debe ser una reiteración de una información que ya se hubiera hecho pública.

Desde su implantación hasta el 31 de diciembre de 2018 se han recibido un total de 704 comunicaciones, de las cuales 114 se presentaron a través del teléfono, 263 a través del buzón, 326 a través del formulario habilitado en la web de la CNMV y 1 de forma presencial en las oficinas de la CNMV.

Comunicaciones de *whistleblowing* por canal de recepción

GRÁFICO 7.6.1



Fuente: CNMV.

De las 704 comunicaciones, cabe señalar que 41 se enmarcaron dentro del ámbito de una reclamación, 104 se trataron de consultas y 34 de cuestiones que quedan fuera de las competencias de la CNMV. De las 525 restantes, 316 contenían elementos fácticos suficientes para proceder a su análisis y 209 no.

7.7 Formación del inversor

7.7.1 Plan de Educación Financiera

La CNMV continuó dedicando durante el pasado año una atención preferente al impulso de la estrategia nacional de educación financiera, cuya necesidad tiene un reconocimiento social cada vez mayor. Así lo sugiere el número creciente de entidades públicas, instituciones financieras y organizaciones sin ánimo de lucro que participan activamente en esta estrategia, con el objetivo común de mejorar la cultura financiera de los ciudadanos.

De manera especial, la CNMV siguió trabajando, junto con el Banco de España, en el desarrollo del Plan de Educación Financiera (en adelante, el Plan). Gran parte de las acciones llevadas a cabo durante 2018 en este ámbito han ido encaminadas a desarrollar las líneas estratégicas establecidas para el periodo 2017-2021.

En este contexto, se ha continuado con la promoción de la educación financiera en los colegios y, en particular, del Programa de Educación Financiera para el curso escolar 2017/2018 (en adelante, el Programa), en el que se inscribieron aproximadamente 700 centros educativos. A este incremento de centros participantes ha contribuido el desarrollo del Concurso de Conocimientos Financieros. Se trata de una iniciativa en la que los estudiantes tienen que demostrar las enseñanzas adquiridas de una manera competitiva y atractiva.

Asimismo, ha contribuido al éxito del Programa el hecho de que, durante 2018, se han visitado las consejerías de Educación de las comunidades autónomas con la finalidad de darlo a conocer para su difusión entre los centros escolares.

Otro hito enmarcado en el ámbito del Plan y que forma parte de la promoción de la educación financiera es la celebración de un Día de la Educación Financiera. Esta iniciativa —que en 2018 se celebró el 1 de octubre— cuenta con el apoyo de las instituciones y asociaciones que colaboran con el Plan y que, durante ese día o a lo largo de varios días, participan activamente en un gran número de actividades en toda la geografía nacional.

Encuesta de Competencias Financieras

RECUADRO 17

Varios estudios internacionales han mostrado que en muchos países la población no está familiarizada con conceptos básicos relacionados con la inflación, el tipo de interés compuesto o la diversificación del riesgo. Dada la creciente complejidad de los productos financieros, esta falta de conocimientos puede dificultar la elección de los vehículos de ahorro, seguro o deuda más apropiados para cada individuo.

Con este telón de fondo, el Banco de España y la CNMV han colaborado, dentro del marco del Plan de Educación Financiera, en la realización de la Encuesta de Competencias Financieras (ECF), que mide el conocimiento y la comprensión de conceptos financieros de la población española de entre 18 y 79 años, así como la tenencia y el uso de distintos vehículos de ahorro, deuda y aseguramiento.

Esta encuesta, incluida en el Plan Estadístico Nacional, presenta características relevantes que permiten una descripción rigurosa y comprensiva de los conocimientos financieros de la población adulta en España y de su relación con el sistema financiero. La muestra es representativa de todo el territorio español y de cada una de sus comunidades autónomas; se corresponde con 21.221 individuos y el número final de entrevistas completas asciende a 8.952.

Asimismo, la ECF forma parte de un proyecto internacional coordinado por la Red Internacional de Educación Financiera, que —bajo los auspicios de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE)— ha medido los conocimientos, las actitudes y el comportamiento financiero de la población de un amplio conjunto de países entre 2015 y 2016. Como consecuencia, este estudio realizado en España entre el cuarto trimestre de 2016 y el segundo de 2017 permite poner en un contexto internacional tanto los

conocimientos financieros como la interacción de los españoles con el sistema financiero.

La ECF incluye las preguntas propuestas en el estudio internacional, que se centra en valorar el grado de conocimiento sobre tres conceptos generales: la inflación, el interés compuesto y la diversificación del riesgo.

Además, la ECF incorpora preguntas adicionales que adaptan el cuestionario al caso español. En primer lugar, además de las competencias financieras de la persona seleccionada, la encuesta recoge también información sobre las competencias financieras del hogar. En segundo lugar, incluye medidas validadas en estudios internacionales sobre las competencias cognitivas de los individuos, más allá de las estrictamente financieras. Finalmente, la encuesta contiene un módulo sobre la vivienda principal en el que se obtiene información sobre la decisión de tenencia, las expectativas sobre su precio y, en su caso, la forma de financiación de la compra.

Entre las conclusiones obtenidas a partir de esta encuesta, cabe destacar que los conocimientos financieros de la población adulta en España se sitúan en general en torno a la media de todos los países considerados. Únicamente el porcentaje de respuestas correctas en España está claramente por debajo de la media (tanto de todos los países como de los pertenecientes a la OCDE y a la Unión Europea) para el concepto de diversificación del riesgo. En este contexto, otro resultado significativo es que cuanto mayor es el nivel de educación y de renta, mayores son los conocimientos financieros.

El nivel de conocimientos financieros varía con la edad y son los individuos de entre 45 y 64 años los que registran el mayor porcentaje de respuestas correctas. Asimismo, existen diferencias entre comunidades autónomas en lo que a cultura financiera se refiere, siendo Aragón la que muestra un mayor porcentaje de aciertos. Parte de las diferencias observadas entre comunidades autónomas puede estar asociada a las diferencias relativas a composición demográfica y nivel educativo, variables que se relacionan con el nivel de conocimientos financieros.

En cuanto a la tenencia de diversos productos financieros, el 97% de los individuos encuestados posee una cuenta corriente. El vehículo de ahorro más frecuente es la cuenta de ahorro, que posee el 26% de los encuestados, seguido por los planes de pensiones, que posee 1 de cada 5 individuos de entre 18 y 79 años.

La tenencia del resto de activos financieros es menos frecuente. El porcentaje de individuos que posee acciones o fondos de inversión no excede el 13%, mientras que únicamente un 1% de la población considerada posee algún activo de renta fija. La tenencia de acciones o fondos de inversión se concentra entre los individuos en hogares con renta superior a 26.000 euros —aproximadamente el tercio de la población con un nivel de renta más elevado.

El 30% de los individuos tiene un seguro de vida y el 21%, un seguro médico. El porcentaje que cuenta con un seguro de vida alcanza el 45% entre los 35 y

54 años, y su tenencia aumenta con la renta y el nivel educativo. Por su parte, el hecho de tener seguro médico aumenta de modo acusado con el nivel educativo y la renta del hogar.

El 41% de la población tiene alguna deuda (concepto que incluye hipotecas y préstamos personales) y las pautas de tenencia presentan diferencias con respecto a las de los vehículos de ahorro. El grupo que con más frecuencia (63%) tiene alguna deuda es el de los individuos de entre 35 y 44 años, y este porcentaje disminuye según se consideran grupos de más edad. Esto no ocurre con los vehículos de ahorro, cuya tenencia aumenta hasta los 64 años. La proporción de personas endeudadas aumenta con su nivel de educación y con la renta de su hogar, y en torno al 20% de los distintos grupos de renta o educación tiene un préstamo personal.

Las conclusiones obtenidas a partir de los resultados de la ECF hacen posible identificar una serie de colectivos prioritarios a la hora de orientar la próxima estrategia del Plan de Educación Financiera, tales como las personas de entre 18 y 34 años de edad, los mayores de 65, las personas con rentas inferiores a 14.500 euros anuales o las que únicamente hayan cursado educación primaria, entre otros. Asimismo, estas conclusiones permiten considerar que las culturas inversora y aseguradora están poco arraigadas en España, por lo que es conveniente ahondar en los esfuerzos para mejorar la educación financiera en estos ámbitos.

El evento central de este día se organizó en la CNMV y contó con la presencia del presidente de la CNMV, el gobernador del Banco de España, la secretaria de Estado de Economía y el secretario de Estado de Educación. En este acto tuvo lugar la final del Concurso de Conocimientos Financieros, en la que resultó ganador el colegio Santísima Trinidad de Plasencia y subcampeón el colegio San Francisco Javier (Jesuitas) de Tudela. Asimismo, en este evento se entregaron los premios Finanzas para Todos a la Fundación UCEIF y al colegio Enrique Soler de Melilla.

Durante 2018 se ha procedido a la modificación del sistema de gestión del Plan de Educación Financiera, en lo que se refiere a sus órganos de dirección y ejecución, para mejorar la eficiencia en el desarrollo del Plan y dar mayor protagonismo a su red de colaboradores, que, con su trabajo, contribuyen a mejorar la difusión y el alcance de la educación financiera. Precisamente, para agilizar la incorporación de nuevos colaboradores, durante 2018 se ha sustituido la firma de convenios de colaboración por la adhesión a un protocolo general de colaboración para el fomento del Plan de Educación Financiera.

Asimismo, durante 2018, se han intensificado los contactos con entidades y organismos públicos y privados que colaboran con el Plan de Educación Financiera y, en ese mismo ejercicio, se han sumado cinco entidades como colaboradores del Plan.

Además, se ha continuado con la promoción activa de la educación financiera mediante la participación en jornadas de formación organizadas por colaboradores del Plan de Educación Financiera e instituciones diversas.

Foros internacionales sobre educación financiera

En el ámbito internacional, se ha participado en todos los encuentros y las reuniones técnicas de la Red Internacional de Educación Financiera de la OCDE —principal foro en materia de educación financiera a nivel mundial— y se ha colaborado activamente en los trabajos desarrollados.

La CNMV también es miembro del Comité de Inversores Minoristas de IOSCO (C8), que trabaja por la mejora de la formación financiera de los inversores. Durante 2018 la CNMV continuó participando en los trabajos sobre la definición de un marco de competencias básicas para el inversor y la aplicación de las ciencias del comportamiento (*behavioural economics*) a la mejora de la protección del inversor. Además, se ha comenzado a trabajar y colaborar con otros comités en temas de interés como las finanzas sostenibles, *fintech* y los criptoactivos.

7.7.2 Actividades formativas de la CNMV

Además de las acciones formativas realizadas en el ámbito del Plan de Educación Financiera, la CNMV desarrolla acciones formativas dirigidas específicamente a los inversores.

El Programa de voluntariado de educación financiera

RECUADRO 18

- I. El Programa de voluntariado de educación financiera de la CNMV se puso en marcha en julio de 2017 con el propósito de ofrecer a los profesionales de esta institución la oportunidad de contribuir con sus conocimientos a la mejora de su entorno social más inmediato, realizar una labor de difusión de la educación financiera y, de esta forma, colaborar en la protección del inversor —una de las finalidades de la CNMV—. El Programa de voluntariado, al que ya se ha adherido la cuarta parte de la plantilla de la CNMV, está centrado en la realización de actividades de difusión de la educación financiera y de formación en esta materia. Dichas actividades abarcan, entre otras, charlas a estudiantes y a otros colectivos, intervención en jornadas, participación en programas de radio, atención de consultas telefónicas planteadas por los inversores en momentos concretos (Día de la Educación Financiera) y elaboración de artículos para prensa especializada.
- II. La puesta en marcha de este programa contribuye a intensificar la visibilidad pública de la institución, ofrece un nuevo canal de comunicación con los inversores, ayuda a detectar nuevos retos a los que enfrentarse en un futuro, constituye una oportunidad para mejorar el desempeño de los trabajadores y promueve un clima laboral positivo.

Entre las actividades más destacadas realizadas en el marco del programa, cabe reseñar la difusión del Programa de educación financiera en los centros de enseñanza. Un número elevado de empleados ya ha impartido sesiones formativas en múltiples centros educativos para dar a conocer este programa escolar, que pretende incorporar a las aulas conocimientos básicos de finanzas personales para que los alumnos

desarrollen destrezas y habilidades que los ayuden a afrontar los retos básicos en el ámbito financiero que se encontrarán a lo largo de su vida.

- III. Asimismo, otra actividad desarrollada dentro del Programa de voluntariado ha sido la grabación del programa *Las cuentas claras* de Radio 5, que se emitía semanalmente con una duración aproximada de cinco minutos. Su objetivo es transmitir y hacer más accesibles conceptos financieros a través de las explicaciones de los expertos de la CNMV y el Banco de España en esas materias. Con ello se pretende mejorar el nivel de conocimientos de los ciudadanos, dotándolos de herramientas y habilidades para adoptar decisiones financieras informadas y apropiadas. En dicho programa se han tratado temas como las comisiones bancarias, las hipotecas, los chiringuitos financieros, las opas o el asesoramiento financiero.

Otra iniciativa en la que participan los voluntarios de la CNMV es el Día de la Educación Financiera. La celebración de este día tiene como objetivo concienciar a los ciudadanos de la importancia de contar con un nivel de cultura adecuado para afrontar los retos financieros que se les presentarán a lo largo de las diferentes etapas de la vida. Para esta jornada, o para los días anteriores o posteriores, se programan numerosos eventos —como conferencias, talleres, mesas redondas, cursos *online*, webs, publicaciones, etc.— en distintas localizaciones de España. Para desarrollar algunas de estas iniciativas se solicita la colaboración de expertos de la CNMV.

- IV. Asimismo, gracias a su Programa de voluntariado, la CNMV pudo implicarse activamente en la iniciativa 4.º ESO + Empresa, desarrollada por la Consejería de Educación de la Comunidad de Madrid durante el curso 2017/2018. Esta iniciativa consiste en la organización de estancias educativas de tres días en empresas para alumnos de 4.º de Educación Secundaria Obligatoria y se ofrecen como un complemento a su currículo. Once alumnos de distintos centros educativos conocieron de cerca el funcionamiento de la CNMV bajo la supervisión de diversos mentores y la asistencia a charlas relacionadas con los mercados de valores.
- V. Para los próximos meses se prevé un crecimiento de las actividades realizadas en el marco de este programa, así como del número de personas que en él colaboran. La participación de los voluntarios de la CNMV en el desarrollo de iniciativas en materia de educación financiera permite intensificar el grado de compromiso de la institución en un ámbito esencial para la mejora de la cultura financiera de los ciudadanos.

Publicaciones y recursos para inversores

La Sección del inversor ofrece noticias e información de interés para los inversores no profesionales y advertencias al público. Además, se pueden descargar y consultar *online* las publicaciones destinadas a los inversores (fichas y guías del inversor). Desde esta sección, los usuarios de servicios de inversión también pueden formular consultas, reclamaciones y quejas.

En 2018 se ha finalizado la revisión y actualización iniciadas en 2017 de los contenidos de las fichas y guías para adaptarlas a los cambios normativos y establecer una nueva estrategia de difusión que permita hacer llegar su contenido a todos los inversores e interesados a través de nuevos canales y formatos.

En la Sección del inversor también se ha ido publicando a lo largo de 2018 información de interés para el inversor, como los aspectos que hay que tener en cuenta sobre los criptoactivos, consejos para evitar los chiringuitos financieros, medidas adoptadas por ESMA en relación con la comercialización, distribución y venta de opciones binarias y CFD, o determinadas recomendaciones emitidas en el ámbito de la celebración de la Semana Mundial del Inversor.

Conferencias y seminarios formativos

Como en años anteriores, la CNMV participó en 2018 en numerosas conferencias y seminarios formativos. Se han impartido charlas formativas sobre materias relacionadas con la protección del inversor en universidades (UNED y Universidad Complutense) y en oficinas de consumo. Asimismo, la CNMV ha participado en el Congreso Internacional de Educación Financiera «Realidades y Retos», organizado en Málaga por el Proyecto Edufinet.

8 Actuaciones disciplinarias

8.1 Expedientes sancionadores

Durante 2018 el Comité Ejecutivo de la CNMV acordó la incoación de 21 nuevos expedientes sancionadores, en los que se han imputado un total de 39 presuntas infracciones (véanse cuadros 8.1.1 y 8.1.2). En los expedientes abiertos se contemplaba: 1 infracción por la incorrecta comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas, 3 por incumplimiento de obligaciones de información por sociedades emisoras, 3 por incumplimiento de la normativa sobre ventas en corto, 14 por abuso de mercado (manipulación de mercado y uso de información privilegiada), 8 por incumplimiento por parte de entidades de interés público de la obligación de disponer de comisión de auditoría, 3 por incumplimiento de normas de conducta en la relación con clientes o inversores, y el resto por vulneraciones de la normativa general sobre ESI, IIC y PFP.

Uno de estos expedientes fue suspendido en su tramitación por la existencia de un procedimiento penal relacionado con él, suspensión que se mantendrá hasta que recaiga sentencia judicial firme.

Expedientes abiertos y concluidos

CUADRO 8.1.1

	2017	2018
N.º expedientes abiertos	16	21
N.º expedientes concluidos	16	23
De los cuales:		
abiertos en 2009	1	–
abiertos en 2015	1	–
abiertos en 2016	11	–
abiertos en 2017	3	12
abiertos en 2018	–	11

Fuente: CNMV.

N.º de infracciones de cada tipo en los expedientes sancionadores

CUADRO 8.1.2

	Abiertos		Cerrados	
	2017	2018	2017	2018
Infracciones muy graves	14	17	21	21
I. No declaración/incorrecta comunicación de participaciones significativas u operaciones de autocartera	4	1	1	4
II. Incumplimiento en materia de sociedades emisoras	-	2	-	-
III. Incumplimiento de reserva de actividad	-	-	1	-
IV. Incumplimiento de normas de conducta	1	3	4	4
V. Incumplimiento de la normativa general de las ESI	2	1	3	1
VI. Incumplimiento de la normativa general de las ECR	-	-	1	-
VII. Incumplimiento de la normativa general de las PFP	-	2	-	-
VIII. Incumplimiento de la normativa general de las IIC	2	1	2	1
IX. Incumplimiento de la normativa sobre ventas en corto	3	3	3	4
X. Manipulación de mercado	1	-	1	1
XI. Información privilegiada	1	4	5	6
Infracciones graves	9	22	8	15
I. Incumplimiento en materia de información anual de sociedades emisoras	1	1	-	-
II. Incumplimiento en materia de comisión de auditoría de sociedades emisoras	-	8	-	-
III. Incumplimiento en materia de abuso de mercado	2	2	1	3
IV. Incumplimiento de normas de conducta	-	1	-	1
V. Incumplimiento de la normativa general de las ESI	1	-	-	1
VI. Incumplimiento de la normativa general de las IIC	1	1	1	-
VII. Incumplimiento de la normativa general de las PFP	-	1	-	-
VIII. Información privilegiada	-	1	3	1
IX. Manipulación de mercado	4	7	3	9
Infracciones leves	-	-	-	-

Fuente: CNMV.

En el curso del ejercicio, la CNMV acordó 24 resoluciones sancionadoras que concluyeron 23 expedientes que incluían 36 infracciones (12 iniciados en 2017 y 11 en 2018).

En 17 de estos expedientes los presuntos infractores se acogieron a los supuestos de terminación anticipada previstos en el artículo 85 de la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas, que permite la terminación del procedimiento mediante el reconocimiento voluntario de responsabilidad por el presunto infractor o mediante pago voluntario con la aplicación de las reducciones que, sobre las multas pecuniarias, prevé este precepto.

Esto ha contribuido a que en este ejercicio, sin perjuicio del diverso plazo de tramitación de cada expediente en atención a su complejidad, se haya reducido el plazo medio de tramitación a 6 meses.

En el cuadro 8.1.2 figura la naturaleza de las infracciones tratadas en expedientes concluidos en 2018 y en el anexo estadístico III.3 se muestra un resumen de las resoluciones adoptadas por la CNMV.

En cuanto a las sanciones, como se indica en el cuadro 8.1.3, se impusieron un total de 39 multas por un importe de 9,08 millones de euros.

Sanciones impuestas

CUADRO 8.1.3

	2017			2018		
	N.º	Importe ¹	Periodo ²	N.º	Importe ¹	Periodo ²
I. Multa	27	13.964	-	39	9.080	-
II. Separación/inhabilitación general	1	-	5	-	-	-

Fuente: CNMV. (1) Miles de euros. (2) Años.

El **registro público de sanciones** incorporó en 2018 diversas resoluciones sancionadoras relativas a infracciones graves o muy graves que se pueden consultar en la página web de la CNMV.

8.2 Servicio contencioso: revisión judicial de resoluciones sancionadoras y otras actuaciones

En 2018 se interpusieron 9 recursos de alzada ante el Ministerio de Economía contra resoluciones sancionadoras, 6 de los cuales se desestimaron en el mismo ejercicio. Asimismo, en 1 caso se declaró extinguida la responsabilidad por fallecimiento del recurrente durante la tramitación del recurso. Además, el Ministerio desestimó 10 recursos de alzada interpuestos en 2017. Igualmente, la CNMV desestimó 1 recurso de reposición interpuesto contra un acuerdo de archivo de denuncia (véase cuadro 8.2.1).

En vía judicial, en 2018 se tuvo conocimiento de la interposición de 23 recursos contencioso-administrativos, 21 de ellos relacionados con expedientes sancionadores. Los 2 recursos referidos a otras resoluciones se interpusieron contra el acuerdo de archivo de una denuncia y contra la resolución desestimatoria de un recurso de reposición formulado por una PFP contra una actuación de supervisión.

Por lo que se refiere a las resoluciones judiciales dictadas en 2018, un total de 23 se refieren a expedientes sancionadores. En concreto, la Audiencia Nacional dictó 12 sentencias desestimatorias, 1 decreto de desistimiento y 1 auto de inadmisión, que conllevaron la íntegra confirmación de las resoluciones recurridas, y 3 sentencias parcialmente estimatorias, que rebajaron algunas de las multas impuestas. Asimismo, los 6 recursos de casación resueltos por el Tribunal Supremo (4 autos de inadmisión y 2 sentencias) resultaron favorables a la CNMV, y supusieron la ratificación de las resoluciones sancionadoras impugnadas (véanse cuadro 8.2.1 y anexo III.4).

En cuanto a las resoluciones dictadas por los tribunales en recursos interpuestos contra resoluciones no sancionadoras, todas refrendaron la actuación de la CNMV. Destaca, entre las sentencias dictadas por la Audiencia Nacional, la desestimación de 1 recurso interpuesto contra el acuerdo de archivo de una denuncia y 3 sentencias, declaradas firmes, que desestimaron las pretensiones indemnizatorias de los recurrentes por supuesta responsabilidad patrimonial de la CNMV en relación con dos fondos de inversión. De estas sentencias, 2 implicaron el desistimiento de los numerosos recursos interpuestos contra la misma resolución desestimatoria de una reclamación de responsabilidad patrimonial formulada por una pluralidad de reclamantes. Igualmente, se produjo el desistimiento de 9 recursos contencioso-administrativos

interpuestos contra la resolución desestimatoria de una reclamación de responsabilidad patrimonial formulada contra el Ministerio de Economía y la CNMV por su actuación en relación con la salida a bolsa de una entidad financiera. Finalmente, cabe mencionar 1 sentencia dictada por el Tribunal Supremo que ha confirmado la revocación de la autorización de una EAFI.

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 2018 (135) disminuyó respecto del total de las cursadas en el ejercicio anterior (186). 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 (78) correspondió a la jurisdicción civil. Tales peticiones versaron, esencialmente, sobre las siguientes cuestiones: titulación de activos; información sobre la autorización o no de entidades para prestar servicios de inversión; identificación de los valores y la titularidad de personas o entidades (cuestión cuyo conocimiento corresponde a las entidades depositarias de dichos valores); resoluciones sancionadoras dictadas en el marco de los expedientes tramitados por la CNMV; información financiera de entidades registradas; información relativa a la emisión y comercialización de instrumentos financieros; notificaciones de embargos (cuya competencia corresponde a las sociedades rectoras); y, con carácter general, práctica de pruebas en procedimientos de diversa índole interpuestos ante distintas instancias judiciales, con la solicitud de datos o documentación.

Procedimientos en los que ha intervenido la CNMV en 2018

CUADRO 8.2.1

	Interpuestos	Resueltos
Recursos administrativos	10	18
Alzada	9	17
Reposición	1	1
Recursos contencioso-administrativos/casación	23	40
	Solicitudes tramitadas	
Colaboración con tribunales		135

Fuente: CNMV.

8.3 Denuncias

Durante el año 2018 se presentaron en la CNMV un total de cuatro denuncias, en su mayoría en relación con la conducta de emisores o sociedades cotizadas.

Las materias objeto de denuncia se centraron en presuntos incumplimientos de la normativa relativa al abuso de mercado y en posibles irregularidades relativas a las obligaciones de información a los inversores y al incumplimiento de los deberes contables.

Por lo que respecta al estado de tramitación a 31 de diciembre de 2018, tras la realización en cada caso de las oportunas actuaciones de investigación llevadas a cabo por la CNMV —cuyo alcance y contenido se encuentra sujeto al deber de secreto—, se concluyó la tramitación de dos denuncias, encontrándose el resto pendiente de finalizar.

Denuncias presentadas en 2018

CUADRO 8.3.1

**La actuación de la CNMV
en los mercados de valores**
Actuaciones disciplinarias

Entidades contra las que se denuncia	N.º denuncias
Emisores de valores /sociedades cotizadas	3
Sociedades gestoras	1
Total	4
Contenido de las denuncias	N.º denuncias
Abuso de mercado	2
Obligaciones de información/contables	2
Total	4
Situación de las denuncias a 31-12-2018	N.º denuncias
En trámite	2
Cerradas	2
Total	4

Fuente: CNMV.

Las nuevas responsabilidades de la alta dirección de la CNMV en ESMA —de la que, además de pertenecer a la Junta de Supervisores (BoS), es miembro del Comité de dirección y presidente (en la persona de su vicepresidenta) de uno de los comités permanentes (CSRC, Corporate Reporting Standing Committee)—, su impulso a la actividad de IOSCO sobre finanzas sostenibles y *fintech* y la vicepresidencia de la Asociación de Reguladores del Mediterráneo han supuesto una intensa actividad para la CNMV en 2018. Más de 104 personas de la institución han participado en 400 reuniones internacionales —frente a las 360 reuniones del pasado año—, aparte de la asistencia del personal a 27 cursos y seminarios de formación. En este capítulo se revisan las actuaciones más relevantes de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB) y el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) —relativas las dos últimas a su responsabilidad de promover la estabilidad financiera—. También se describen las principales actividades del Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores —cuya fundación preside la CNMV—, de la Asociación de Reguladores del Mediterráneo y del Mercado Ibérico de Electricidad.

9.1 Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA)

La actividad de ESMA durante 2018 ha estado marcada por el inicio de la aplicación de dos normas que constituyen pilares fundamentales de los mercados de instrumentos financieros europeos —la Directiva MiFID II y el Reglamento MiFIR—, la preparación de la retirada del Reino Unido de la Unión Europea —*brexit*, en particular si esta tiene lugar sin acuerdo— y su contribución al Plan de acción de la Comisión Europea relativo a la Unión de los Mercados de Capitales.

Durante el primer año de aplicación de MiFID II/MiFIR, ESMA ha continuado dedicando una parte importante de su actividad y recursos a garantizar que su implementación fuese coherente y eficaz en todos los Estados miembros.

En cuanto a las novedades introducidas por esta normativa en el área de la protección al inversor, uno de los aspectos más relevantes ha consistido en el ejercicio, por primera vez y a nivel de la Unión Europea, de los poderes de intervención por parte de ESMA. Las medidas adoptadas implicaron la prohibición desde el 2 de julio de 2018 de la comercialización, distribución o venta de opciones binarias a inversores minoristas e impusieron restricciones a partir del 1 de agosto de 2018 a la comercialización, distribución y venta de contratos financieros por diferencias (CFD), también cuando estos se dirijan a inversores minoristas. Por otro lado, las mayores exigencias en la información aportada a los clientes minoristas sobre los costes de los productos en los que invierten, como consecuencia de la aplicación no solo de estas dos normas sino también del Reglamento PRIIPS, tienen como objetivo aumentar la confianza en los mercados de capitales. Igualmente un

ejemplo de novedad relevante es la prohibición de los incentivos de terceros en la gestión de carteras y el asesoramiento independiente, que debe facilitar la gestión de conflictos de interés.

El impacto de MiFID II/MiFIR ha sido particularmente relevante en el ámbito de los mercados secundarios. Uno de los principales objetivos perseguidos por ambas normas es asegurar la correcta formación de precios en la negociación de los instrumentos financieros. Para ello se fomenta que las operaciones tengan lugar en centros organizados y regulados, estando sujetas a diversas obligaciones de transparencia tanto la prenegociación como la posnegociación de acciones e instrumentos financieros asimilados (*equity-like financial instruments*), así como de productos estructurados, derivados, renta fija y derechos de emisión (*non-equity financial instruments*).

La Unión de los Mercados de Capitales

RECUADRO 19

Próximo a concluir el mandato de la «Comisión Juncker» la Comisión Europea ha acometido las medidas anunciadas en 2015 sobre su plan de acción para alcanzar una Unión de los Mercados de Capitales en 2019, así como las nueve acciones prioritarias identificadas en la revisión que se realizó de este plan en junio de 2017.

Se mencionan, a continuación, cuáles han sido las principales medidas adoptadas por la Comisión Europea en el ámbito de los mercados de capitales durante 2018 en relación con los siguientes objetivos:

- i) **Facilitar a las sociedades no cotizadas el acceso a la financiación.**
 - **Programa de fondos de fondos paneuropeo de capital riesgo (VentureEU)**, lanzado por la Comisión Europea conjuntamente con el Fondo de Inversiones Europeo. Se espera que gracias al ahorro público y privado que se llegue a captar mediante este programa se puedan destinar hasta 6.500 millones de euros a financiar proyectos de 1.500 empresas emergentes.
 - **Propuesta de modificación normativa para facilitar que las empresas de tamaño medio puedan financiarse mediante colocaciones privadas de deuda.** Tras el estudio realizado sobre este tema, la Comisión Europea ha propuesto eximir del régimen aplicable a las prospecciones de mercado a las colocaciones privadas de bonos entre inversores cualificados en su propuesta normativa relativa al fomento de los mercados de pymes en expansión.
 - **Plan de acción sobre *fintech***, en el que se recogen 19 medidas sobre el uso de las nuevas tecnologías en el sector financiero. Entre los asuntos que serán objeto de una actuación coordinada a nivel de la Unión Europea destacan la creación de un laboratorio de tecnología financiera y un observatorio sobre la tecnología de cadena de bloques (*blockchain*), la ciberseguridad o los facilitadores de la innovación.

- **Propuesta normativa sobre proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas (*crowdfunding*).** Esta iniciativa pretende establecer un marco que permitirá a las plataformas que cumplan con una serie de requisitos acceder a una etiqueta europea y así poder ofrecer sus servicios en toda la Unión Europea.
- ii) **Facilitar el acceso de las compañías europeas a los centros de negociación.**
- **Propuesta normativa relativa al fomento del uso de los mercados de pymes en expansión.** Esta iniciativa comprende una propuesta de modificación de los Reglamentos de folletos y de abuso de mercado, así como una propuesta de acto delegado que modifica ciertos requisitos de MiFID II. Su objetivo es reducir los trámites burocráticos para aquellas pymes que soliciten la admisión a negociación en «mercados de pymes en expansión» de los instrumentos financieros que emitan, así como promover la liquidez de sus acciones cuando coticen en estos mercados.
- iii) **Facilitar la inversión a largo plazo en infraestructuras y finanzas sostenibles.**
- **Plan de acción sobre finanzas sostenibles** con propuestas normativas concretas (véase recuadro 21).
- iv) **Facilitar que los bancos financien la economía europea.**
- **Propuesta normativa sobre bonos garantizados (*covered bonds*).** Esta iniciativa comprende una propuesta de directiva y de reglamento. La primera tiene por objeto regular cuáles son los requisitos para emitir estos instrumentos así como sus elementos estructurales, la supervisión a la que están sujetos, los requisitos para poder utilizar la denominación «Bono Garantizado Europeo» y las obligaciones de divulgación que corresponden a las autoridades competentes. Estas últimas consistirán en la publicación de información sobre la normativa y orientaciones generales aplicables, las entidades de crédito a las que se permite emitir bonos garantizados y la lista de bonos que pueden utilizar la denominación de Bono Garantizado Europeo en la página web de las autoridades competentes designadas. También deberán publicar las sanciones administrativas y medidas correctoras que impongan en esta materia. La segunda propuesta tiene por objeto reforzar las condiciones que deben satisfacerse para que estos instrumentos gocen de tratamiento preferente en cuanto a requisitos de capital.
- v) **Facilitar la inversión transfronteriza.**
- **Propuesta normativa para suprimir barreras en la distribución transfronteriza de fondos.** Esta iniciativa comprende una propuesta de reglamento y de directiva. La segunda modifica la Directiva

sobre organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios y la Directiva de gestores de fondos de inversión alternativa. Con ella la Comisión pretende mejorar la transparencia en la comercialización de estos productos mediante la armonización de los requisitos nacionales y de las tasas. También armoniza el procedimiento y los requisitos para la verificación de las comunicaciones publicitarias destinadas a la comercialización de fondos a clientes minoristas por parte de las autoridades nacionales competentes. El objetivo de la segunda propuesta es armonizar las condiciones por las que un fondo pueda dejar un mercado nacional y permitir a los gestores conocer cuál es el apetito de los inversores profesionales por nuevas estrategias de inversión a través de la actividad de precomercialización.

Con relación a estas nuevas obligaciones de transparencia, ESMA ha asumido a partir de este año la función de calibrar el nivel de liquidez de los instrumentos negociados, así como los umbrales para la aplicación de exenciones a las exigencias de cumplimiento—como en el caso de órdenes de gran volumen o superiores al tamaño medio o estándar del instrumento—. Para realizar estos cálculos ESMA se ha valido de la información aportada por los centros de negociación, los internalizadores sistemáticos, los agentes de publicación autorizados o las autoridades nacionales competentes, que ha sido tratada en diferentes bases de datos como las relativas a los instrumentos financieros de referencia (Financial Instruments Reference Database, FIRDS), el sistema para la transparencia de instrumentos financieros (Financial Instruments Transparency System, FIRTS) o el mecanismo de la doble limitación del volumen máximo (*double volume cap*, DVC).

Cabe señalar que, a pesar del esfuerzo hecho por ESMA para realizar estos cálculos, finalmente han sido pocos los instrumentos financieros distintos de las acciones e instrumentos financieros asimilados que han quedado sujetos al régimen de transparencia. Por otro lado, el mecanismo de doble limitación del volumen máximo—concebido para restringir la exención a la obligación de pretransparencia de órdenes negociadas fuera de los centros de negociación u órdenes a precios referenciados a otros mercados europeos en relación con acciones e instrumentos financieros asimilados líquidos— ha favorecido una formación de precios más correcta, al someter estas operaciones al régimen general de transparencia cuando la negociación supere determinados límites. No obstante, ESMA está estudiando si, para evitar la limitación que implica la aplicación de este mecanismo, una parte de esta negociación está migrando a los sistemas de negociación de subastas periódicas e internalizadores sistemáticos.

Otras consecuencias destacables de la aplicación de la nueva normativa han sido la aparición de una nueva categoría de centros de negociación: los sistemas organizados de contratación (*organised trading facilities*), así como un aumento del número de internalizadores sistemáticos registrados (*systematic internalisers*).

En cuanto a la contribución de ESMA al Plan de acción de la Unión de los Mercados de Capitales durante 2018, cabe resaltar sus propuestas en relación con los desarrollos normativos que precisa la aplicación del nuevo Reglamento de folletos y el Reglamento de titulización. También merece la pena mencionar el primer informe

estadístico anual sobre costes y rendimiento relativos a productos de inversión dirigidos a clientes minoristas, publicado en enero de 2019. El estudio realizado por ESMA abarcó organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS, por sus siglas en inglés), fondos de inversión alternativos y productos estructurados en el marco de un mandato de la Comisión Europea más amplio (también se dirigió a EBA y EIOPA). En relación con este último, la CNMV, así como otras autoridades nacionales, han expresado ciertas reservas fundamentadas en la calidad y limitaciones de los datos utilizados, y ha expresado su intención de realizar un estudio equivalente para las entidades bajo su jurisdicción.

Por último, una parte importante de la actividad de ESMA ha estado centrada este año en el *brexít*. Aparte del seguimiento del proceso de negociación, esta autoridad se ha dedicado a la identificación de los riesgos y las consecuencias que podrían derivarse de una salida del Reino Unido de la Unión Europea sin acuerdo el 29 de marzo de 2019. Además, ESMA ha adoptado durante 2018 diversas medidas en previsión de que la salida sin acuerdo pudiese llegar a ser el escenario final. Así, se han publicado diversos mensajes en los que solicitaba a los participantes de los mercados financieros británicos y del resto de la Unión Europea la adopción de las medidas necesarias para limitar en lo posible las consecuencias de la pérdida del pasaporte europeo tras la salida, o la coordinación de los criterios aplicables por las ANC en la tramitación de las solicitudes de autorización presentadas por aquellas entidades británicas que hayan decidido relocalizar total o parcialmente su negocio en la Unión Europea de los 27. Asimismo esta autoridad ha analizado el régimen de terceros países en la normativa financiera europea, lo que le ha permitido detectar ciertos vacíos legales o condiciones de desventaja para el sector financiero en Europa, los cuales ha puesto en conocimiento de la Comisión Europea. Otras medidas importantes en las que ha trabajado a lo largo del año en preparación de la salida del Reino Unido han sido los acuerdos de cooperación necesarios con las autoridades competentes británicas, la modificación de ciertas normas técnicas para facilitar la continuidad de los contratos de derivados después del *brexít* cuando una de las contrapartes sea británica, o iniciar la tramitación para el reconocimiento de las entidades de contrapartida central del Reino Unido.

A continuación se detallan brevemente algunos de los principales trabajos desarrollados por ESMA a lo largo de este año (incluidos algunos ya mencionados en la introducción previa).

Medidas de intervención de productos

Las medidas sobre opciones binarias y CFD, mencionadas anteriormente, se adoptaron por un periodo inicial de tres meses. En concreto, las restricciones aplicables a los CFD consisten en la fijación de límites al apalancamiento de las posiciones abiertas, la imposición de una obligación de cierre de posiciones en la cuenta del cliente por consumo de garantías, el establecimiento de un mecanismo de protección frente a saldos negativos en la cuenta del cliente, una prohibición a la provisión de incentivos a la contratación de estos productos por parte de los proveedores de CFD y el establecimiento de una advertencia estandarizada sobre el riesgo asociado a estos productos.

A su vencimiento, y considerando que aún existía una preocupación significativa en materia de protección al inversor, ESMA renovó durante 2018 ambas medidas

ampliándolas por un periodo de tres meses —a partir del 2 de octubre para las opciones binarias y del 1 de noviembre para los CFD—. No obstante, en la primera renovación de la prohibición de las opciones binarias, ESMA ha modificado su alcance, excluyendo de la misma aquellas en las que el cliente no pueda perder más de lo ya pagado o cuyo plazo de emisión hasta el vencimiento sea igual o superior a 90 días.

Mercados secundarios e integridad del mercado

Durante el año 2018, ESMA ha trabajado en la modificación de dos reglamentos delegados de la Comisión Europea en relación con el régimen de variación mínima de cotización: el Reglamento Delegado (UE) 2017/587 de la Comisión (RTS1) y el Reglamento Delegado (UE) 2017/588 de la Comisión (RTS11).

La modificación propuesta de la norma técnica RTS1 tiene como objetivo, entre otras cuestiones, evitar que los internalizadores sistemáticos dispongan de una ventaja competitiva con respecto a los centros de negociación en lo que respecta a la variación mínima permitida en los precios de las acciones y certificados de depósitos de acciones negociados en ambos, obligando a los primeros a cumplir con esta exigencia.

Los cambios propuestos a la norma técnica RTS11 pretenden garantizar que el régimen de variación mínima de precios se aplica a instrumentos financieros de terceros países en las mismas condiciones que a los de la Unión Europea. En concreto, permitirá a las autoridades nacionales competentes decidir, caso por caso, si es necesario ajustar el número medio diario de operaciones que sirve para el cálculo de las variaciones mínimas de cotización, con el fin de tener en cuenta la liquidez disponible en los centros de negociación de terceros países.

En el ámbito de los derivados, cabe destacar que, a partir del 3 de enero de 2018, se hizo efectiva la obligación de negociar en centros de negociación ciertos contratos de permuta de tipos de interés y de crédito. Asimismo, a lo largo de 2018 ESMA ha emitido opiniones favorables sobre los límites propuestos por las autoridades nacionales competentes al volumen de la posición neta que puede mantener una persona en cualquier momento en derivados sobre materias primas negociados en centros de negociación y contratos extrabursátiles (OTC) equivalentes económicamente. En concreto, las opiniones de ESMA se refirieron a contratos de derivados sobre gasóleo, electricidad y gas natural.

Por otro lado, MiFID II prevé la obligación de registrarse como empresa de servicios de inversión para las empresas no financieras cuya actividad por cuenta propia en derivados sobre materias primas se pueda considerar una actividad principal. Tras discutirse la cuestión, la Comisión Europea estableció que se determinara el carácter de la actividad como principal o accesorio teniendo en cuenta la ratio que las operaciones en derivados de materias primas realizadas por cada entidad suponen en comparación con el balance global agregado a nivel de grupo empresarial. Como resultado de esta decisión, ninguna empresa no financiera ha tenido que registrarse como empresa de servicios de inversión.

Asimismo, en diciembre ESMA aprobó el informe anual a la Comisión Europea sobre las prácticas de mercado aceptadas (PMA), que la normativa europea sobre abuso de mercado considera que no constituyen manipulación de mercado. El informe,

que contiene el dictamen no vinculante de ESMA sobre la aplicación de las PMA, así como recomendaciones dirigidas a las autoridades nacionales competentes, incluye el dictamen favorable sobre la práctica aprobada por la CNMV en 2017 sobre contratos de liquidez.

En cuanto a la revisión del Reglamento sobre ventas en corto, ESMA remitió en marzo su asesoramiento técnico en relación con las actividades de creación de mercado, el procedimiento para imponer restricciones de corta duración a las ventas en corto en caso de una bajada significativa de los precios y la transparencia de las posiciones cortas junto a su notificación y difusión pública. La CNMV, por su parte, considera que debería incrementarse el nivel de transparencia de dichas posiciones rebajando los umbrales de comunicación y estableciendo distintos niveles en función del tamaño de las empresas afectadas medido por su capitalización.

Por último, destacar que la CNMV comunicó a ESMA su intención de no cumplir con parte de las directrices sobre la exención para las actividades de creación de mercado y las operaciones en los mercados primarios en el marco del Reglamento sobre ventas en corto. En concreto, no se cumplirá con el requisito de ser miembro de una plataforma de negociación para aplicar la exención mencionada respecto a la gama de instrumentos financieros señalados en los apartados 30 y 32 del documento. Esto se debe, principalmente, a que se ha observado una desigualdad en las condiciones de competencia, debido al incumplimiento de estos requisitos por parte de algunas jurisdicciones europeas clave.

Estado de la revisión del Sistema Europeo de Supervisión Financiera

RECUADRO 20

La revisión del Sistema Europeo de Supervisión Financiera ha continuado su tramitación por parte de los colegisladores europeos (Comisión Europea, Consejo y Parlamento Europeo) a lo largo de 2018, aunque no se ha alcanzado un acuerdo final durante este año.

Mientras que la posición del Parlamento Europeo —siguiendo en buena parte la propuesta de la Comisión Europea— es favorable a atribuir más competencias a las autoridades europeas de supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados —ESMA—, Autoridad Europea Bancaria y Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación), la postura del Consejo —que refleja la voluntad de los Estados miembros— es, en general, más reticente a nuevas cesiones de competencias.

Entre los objetivos de las distintas propuestas normativas que integran el paquete de la revisión del Sistema Europeo de Supervisión Financiera destacan los que se refieren a las Autoridades Europeas de Supervisión, en particular los relativos a fomentar una mayor convergencia supervisora, alcanzar una mayor independencia de sus órganos de decisión o la atribución de nuevas competencias.

Los aspectos más destacados de la negociación que están manteniendo los colegisladores respecto a la propuesta normativa que afecta a ESMA son los siguientes:

- **Intensificación de la convergencia supervisora.** Algunas de las medidas propuestas para avanzar en la convergencia supervisora, tales como la preparación por parte de ESMA de planes estratégicos de supervisión y manuales de supervisión a nivel de la Unión Europea o el seguimiento por parte de esta autoridad de las decisiones de equivalencia de terceros países, están reflejadas en las posiciones finales tanto del Parlamento Europeo como del Consejo. Sin embargo, el Consejo no es partidario de que se atribuyan a ESMA funciones de coordinación con respecto a los acuerdos de delegación y externalización en terceros países de entidades establecidas en la Unión Europea, como tampoco en materia de abuso de mercado en caso de operaciones sospechosas con efectos transfronterizos significativos.
- **Nuevas competencias de supervisión directa.** Tanto la posición final del Parlamento Europeo como la del Consejo son favorables a atribuir a ESMA competencias directas sobre los proveedores de información consolidada, pero el Consejo —a diferencia del Parlamento— no quiere encomendar también a esta autoridad competencias sobre agentes de publicación y sistemas de información autorizados. En cuanto a los índices de referencia, el Parlamento Europeo apoya atribuir a ESMA competencias sobre los índices críticos y de terceros países, en contra de la posición del Consejo, que solo pretende asignarle competencias sobre índices críticos no nacionales. Por otro lado, el Parlamento Europeo apoya, en línea con la propuesta de la Comisión Europea, otorgar a ESMA competencias para autorizar ciertos folletos —básicamente valores de renta fija dirigidos a inversores mayoristas, titulizaciones y sobre emisores de terceros países— frente al Consejo, que no quiere atribuirle competencia alguna en esta materia. Sin embargo, la posición final del Parlamento Europeo y del Consejo no contemplan, a diferencia de la propuesta inicial de la Comisión, otorgar competencias a esta autoridad en relación con los fondos de inversión colectiva armonizados (EuVECA, EuSEF y ELTIF).
- **Gobernanza y financiación.** En cuanto a los órganos de gobierno, la propuesta del Parlamento Europeo contempla un consejo ejecutivo que sustituiría al actual consejo de administración y que estaría compuesto únicamente por miembros independientes a tiempo completo. Sin embargo, la posición del Consejo es mantener el consejo de administración, aunque propone que una parte de los miembros sean independientes y a tiempo completo. En cuanto a la financiación, el Parlamento contempla, junto con las contribuciones de la Comisión Europea y de las autoridades nacionales competentes, contribuciones anuales de instituciones financieras, mientras que el Consejo en su posición final ha excluido las contribuciones de la industria.

La posición de la CNMV en relación con esta importante reforma, que se compartió en todo momento con el Ministerio de Economía, fue de apoyo al reforzamiento de ESMA como entidad de coordinación y encargada de promover una efectiva convergencia supervisora, pero a la vez favorable a hacer compatible una mayor integración del sistema de supervisión en Europa con organismos de supervisión a nivel local con un papel y funciones relevantes que contribuyan a que siga habiendo en Europa una pluralidad de mercados

y plazas financieras con masa crítica, algo imprescindible para lograr un mercado de capitales europeo con mayor penetración y que ayude de verdad a mejorar la financiación de las empresas —no solo de las grandes— y a reducir su nivel de dependencia de la financiación bancaria, uno de los principales objetivos de la Unión del Mercado de Capitales. Esta posición, en particular, fue defendida por el presidente de la CNMV en una audiencia a la que fue convocado ante la Comisión de Economía del Parlamento Europeo en febrero de 2018.

Informes financieros

ESMA contribuyó en 2018 a la consulta pública realizada por la Comisión Europea sobre la adecuación del marco de las obligaciones de comunicación de las compañías admitidas a negociación recogiendo la posición de todos sus miembros. Asimismo, al igual que en años anteriores, esta autoridad trabajó en la identificación de las prioridades de supervisión (*enforcement*) en esta área en las que se centrarán las autoridades nacionales competentes respecto al ejercicio 2018 —como la aplicación de la NIIF 15, sobre ingresos de los contratos con clientes, o de la NIIF 9 sobre instrumentos financieros—. También publicó un informe sobre la evaluación del cumplimiento de las prioridades identificadas para 2016, así como sobre la coordinación de los temas que se discutieron en relación con las prioridades identificadas en 2017.

Instituciones de inversión colectiva

En lo que respecta a la inversión colectiva, ESMA centró una parte importante de su trabajo en los desarrollos que precisa el Reglamento (UE) 2017/1131 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre fondos del mercado monetario (FMM), aplicable en su totalidad desde julio de 2018.

Asimismo, se realizó una evaluación inter pares (*peer review*), en la que se analizó la supervisión que las autoridades competentes realizan del uso de técnicas de gestión eficiente (EPM, por sus siglas en inglés) por parte de los gestores de UCITS. La evaluación se centró en las autoridades de Estonia, Francia, Alemania, Irlanda, Luxemburgo y el Reino Unido, y se detectaron deficiencias en las prácticas supervisoras relativas a aspectos operativos de costes, comisiones y beneficios relacionados con el uso de EPM y sobre la gestión de garantías asociadas a ellas. También se señaló la necesidad de mejorar la información a los inversores cuando se emplean estas técnicas.

En último lugar, cabe destacar algunas de las conclusiones del primer informe estadístico anual sobre costes y rendimiento de productos de inversión destinados a clientes minoristas en relación con UCITS. Del análisis realizado se desprende que el coste total de estos fondos representa un detrimento significativo en su rendimiento, siendo las comisiones para los clientes minoristas como media el doble que para los inversores institucionales —en particular, las comisiones de gestión suponen más del 80% de los costes totales—. Además, en términos generales, el rendimiento neto de los fondos pasivos es mayor que el de los fondos activos, debido a que los costes de estos últimos son significativamente más elevados.

Folletos

ESMA publicó en abril su asesoramiento técnico a la Comisión Europea sobre el contenido y el formato del folleto (incluido el folleto base o las condiciones finales), el formato y contenido del folleto de empresas en crecimiento de la Unión Europea (*EU Growth prospectus*) y, por último, el examen y la aprobación de los folletos (incluido el documento de registro universal).

Titulización

ESMA ha trabajado intensamente a lo largo de 2018, en estrecha colaboración con la Autoridad Bancaria Europea y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones, para poder remitir en plazo a la Comisión Europea las propuestas de los desarrollos normativos previstos por el nuevo Reglamento de titulización, aplicable desde el 1 de enero de 2019, así como el asesoramiento técnico solicitado por esta institución.

De las normas técnicas propuestas por ESMA, y pendientes del refrendo de la Comisión Europea, destacan: i) la información y el formato que las originadoras y las patrocinadoras de titulaciones deben utilizar para notificar a ESMA que una titulización cumple con los criterios para poder ser considerada simple, transparente y normalizada (STS, por sus siglas en inglés) y ii) la información que debe facilitarse a las autoridades competentes en la solicitud de autorización de un tercero como verificador de la denominación STS.

Fintech

ESMA, al igual que otras autoridades supranacionales y nacionales, ha continuado analizando durante 2018 en profundidad el fenómeno de las *initial coin offerings* (ICO) y los criptoactivos.

En febrero las autoridades europeas de supervisión publicaron conjuntamente una advertencia dirigida a los inversores sobre el elevado riesgo de adquirir monedas virtuales, al no haber sido emitidas por un banco central o una autoridad pública ni estar generalmente respaldadas por activos tangibles o reguladas a nivel de la Unión Europea ni ofrecer protección legal a los inversores.

Asimismo, ESMA ha trabajado intensamente durante el segundo semestre de 2018 en un asesoramiento, publicado en enero de 2019, dirigido a las instituciones de la Unión Europea (Comisión Europea, Consejo y Parlamento Europeo) sobre las ICO y los criptoactivos, la naturaleza jurídica de estos últimos y su encaje en la normativa aplicable. ESMA aclara en este documento las circunstancias en las que los criptoactivos deberán recibir la consideración de instrumentos financieros, afirma que en tales casos resultará aplicable la normativa que la Unión Europea haya dictado al respecto, e informa sobre cuál es su posición en relación con los vacíos y problemas que presenta el actual marco. Respecto a los criptoactivos que no tienen la consideración de instrumentos financieros, ESMA propone un régimen a medida (*bespoke regime*) limitado a establecer unos requisitos mínimos que, en todo caso, incluirían aspectos relacionados con la prevención del blanqueo de capitales y con la obligación de informar adecuadamente a los inversores sobre los riesgos y la falta de protección o la protección limitada que conlleva esta clase de inversiones.

Por último, cabe destacar que una parte importante de la actividad de ESMA durante 2018, en cumplimiento de su orientación estratégica para el periodo 2016-2020, ha consistido en profundizar en la convergencia supervisora en los distintos ámbitos objeto de su competencia. Para ello, ha hecho uso de las distintas herramientas que tiene a su alcance como directrices, dictámenes, preguntas y respuestas, declaraciones o evaluaciones inter pares.

9.2 Junta Europea de Riesgo Sistémico

La Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB) ha continuado su labor de supervisión en el ámbito macroprudencial con el objetivo de prevenir y mitigar, en su caso, el impacto del riesgo sistémico. El ámbito de actuación del ESRB cubre todo el sistema financiero, incluidas las entidades bancarias, las aseguradoras y los fondos de pensiones, los gestores de activos, las entidades y actividades relacionadas con la intermediación financiera no bancaria (anteriormente conocida como *shadow banking*) y otras instituciones financieras y mercados.

Como miembro del ESRB, la CNMV participa en el Comité de Asesoramiento Técnico y en los grupos de expertos que analizan la formación de riesgo sistémico en ámbitos relacionados con los mercados de valores. La CNMV también participa en la Junta General del ESRB, a través de un consejero que ostenta representación con voz pero sin voto.

En 2018, las cuestiones más relevantes que se trataron en las áreas relativas a la CNMV fueron: i) el análisis de los riesgos y las vulnerabilidades más relevantes para la estabilidad financiera, ii) la posible formación de riesgo sistémico asociada a la interconexión en los mercados de derivados y iii) el riesgo inherente a las actividades y entidades relacionadas con la intermediación financiera no bancaria. También se analizó en profundidad el riesgo asociado al segmento no residencial del mercado inmobiliario (*commercial real estate*), realizando evaluaciones horizontales en todos los Estados miembros de la Unión Europea; se empezaron a examinar las vulnerabilidades relacionadas con el riesgo cibernético (*cyber risk*); y se llevó a cabo la actualización de un informe de periodicidad anual que describe la política macroprudencial de la Unión Europea, considerando de forma holística las medidas macroprudenciales empleadas tanto por los Estados miembros como por los organismos supranacionales.

Además de su participación en el Comité de Asesoramiento Técnico, la CNMV participó activamente en el grupo de expertos en *shadow banking*. Este grupo se encargó de analizar el crecimiento y los riesgos asociados a los diferentes tipos de entidades y actividades que conforman el sector de la intermediación financiera no bancaria. Durante 2018, una de sus actuaciones fue la elaboración del informe *Shadow Banking Monitor* (SBM), en el que se destacan como posibles vulnerabilidades: los riesgos relacionados con el apalancamiento excesivo en algunas tipologías de fondos de inversión; el riesgo de contagio e interconexión entre diferentes sectores financieros; el riesgo procíclico, la liquidez y el apalancamiento asociado a los instrumentos derivados y las operaciones respaldadas por colateral; y la ausencia de información detallada en la categoría de «Otros intermediarios financieros». Asimismo, este grupo también analizó el riesgo de contagio entre las entidades pertenecientes al *shadow banking* y las entidades bancarias, e inició un estudio temático sobre el riesgo sistémico en el sector de los ETF. Finalmente, en línea con otros organismos internacionales, en 2019 este grupo modificará su

denominación para llamarse «Grupo de Expertos en Intermediación Financiera No Bancaria», para evitar así las connotaciones negativas asociadas al término *shadow banking*.

9.3 Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO)

Un aspecto relevante a destacar en 2018, en el ámbito de la gobernanza y estructura de la organización, ha sido el establecimiento de un marco para la determinación de las jurisdicciones que supervisan los mercados financieros más desarrollados que formarán parte del Consejo de IOSCO por periodos de cuatro años.

La importancia de este trabajo radica en que, a partir de los resultados obtenidos mediante los criterios para el cálculo de determinados datos de cada mercado, se establecerá la composición del Consejo de IOSCO. Desde la unificación en 2013 de los anteriores Comité Técnico, Comité Ejecutivo y los miembros del Consejo Asesor del Comité de Mercados Emergentes, este órgano se compone de: i) 18 miembros de las 16 jurisdicciones representativas de las economías de los países con los mercados financieros más desarrollados; ii) 12 miembros electos, provenientes de jurisdicciones de las 4 regiones en las que se divide la organización; iii) 4 miembros elegidos entre los supervisores de mercados emergentes; y iv) 2 miembros observadores, 1 representante de los miembros afiliados, representantes de la industria y ESMA.

Con este marco —acordado en mayo y octubre de 2018— se establece a partir de ahora un procedimiento más claro y transparente respecto a la selección de las fuentes específicas y los datos utilizados para determinar cuáles son los mercados más desarrollados, así como respecto a su ponderación. El procedimiento prevé que IOSCO identifique primero las 50 jurisdicciones más desarrolladas según su producto interior bruto —utilizando como fuente los datos que publica el Banco Mundial— y que después se realicen los cálculos sobre la base de: i) la media de la capitalización bursátil de los cinco últimos años, excluyendo los ETF; ii) la media de los últimos cinco años de la deuda emitida, excluyendo la deuda pública y la emitida por organismos supranacionales; iii) los activos bajo gestión de instituciones de inversión colectiva, excluyendo los fondos de pensiones por considerar que están mayoritariamente fuera del ámbito de los supervisores de los mercados de valores; iv) los derivados negociados en los mercados organizados (ETD), a partir de datos semestrales en periodos bianuales; y v) los derivados OTC, basados en el volumen negociado por jurisdicción con los datos más recientes disponibles. Con estos criterios y su nueva ponderación, la CNMV estaría representada en el Consejo de IOSCO.

Otro aspecto novedoso en el ámbito de los trabajos desarrollados por IOSCO en 2018 ha sido el establecimiento de redes de intercambio de información (*information sharing networks*) en tres áreas de actuación: la red *fintech*, la red sobre financiación sostenible, y un marco de consulta y soporte relativo a las ofertas públicas de criptoactivos (ICO).

Estas redes de intercambio de información, constituidas por el Consejo de IOSCO y regidas por un grupo directivo (Steering Committee), permiten la incorporación de cualquier miembro de la organización interesado en la materia.

El enfoque de estas redes de intercambio es, principalmente, el de compartir conocimientos específicos y experiencias regulatorias o proyectos normativos en desarrollo entre los miembros. Estas redes tienen, además, un carácter educacional basado

en las experiencias de algunos miembros respecto a desarrollos normativos ya realizados. Por último, también tienen el objetivo de presentar asuntos de importancia que requieran su debate en el Consejo.

La red *fintech* se estableció en mayo de 2018 y, después de una serie de trabajos preliminares realizados el año anterior, decidió que el trabajo a desarrollar en el futuro inmediato se centrara en cuatro áreas prioritarias: i) tecnología de libro mayor distribuido (DLT, conocida como *blockchain*), con el objetivo de explorar aplicaciones prácticas en el contexto de los mercados de valores; ii) inteligencia artificial y ética sobre el aprendizaje automático (*artificial intelligence and machine learning*) iii) *regtech/suptech*, sobre los desafíos regulatorios en los servicios financieros como consecuencia del desarrollo de las nuevas tecnologías; y iv) fomento de la innovación, basado en las experiencias prácticas llevadas a cabo por los distintos miembros.

La red sobre financiación sostenible se constituyó a finales de 2018 con el objetivo de proporcionar a los miembros un foro para el intercambio de experiencias, obtener una mejor comprensión de los temas relacionados con la sostenibilidad, y mantener discusiones estructuradas que puedan dar respuesta al creciente papel de los factores ambientales, sociales y de gobernabilidad en los mercados financieros. Se pretende que en esta iniciativa se incorpore también la difusión de información no financiera —dada su relevancia en la toma de decisiones de inversión— y el seguimiento de las diferentes propuestas e iniciativas sobre financiación sostenible que lleven a cabo los distintos gobiernos, organismos e instituciones a nivel local, regional o global, así como su implantación por parte de la industria.

Sostenibilidad financiera

RECUADRO 21

En marzo de 2018, la Comisión Europea publicó su Plan de Acción para una economía más sostenible y limpia, que ha sentado las bases para integrar los objetivos de la Unión Europea sobre cambio climático y sostenibilidad en el sistema financiero.

En los últimos años se está asistiendo a la incorporación de elementos relativos al cambio climático y el desarrollo sostenible en la agenda financiera de diversos organismos internacionales, como el grupo de trabajo auspiciado por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) sobre información financiera relativa al cambio climático (Task Force on Climate-Related Financial Disclosures, TCFD)¹, la OCDE o la Global Reporting Initiative (GRI). Este interés se ha reflejado en la publicación de directrices, estándares y principios que ya informan de la actuación de muchas empresas y organismos del sector público y privado.

España no se ha quedado atrás en esta tarea. Así, la Ley 11/2018, de 28 de diciembre, por la que se modifica el Código de Comercio; el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio; y la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad, viene a reforzar las obligaciones relativas a la publicación de este tipo de información, que la CNMV debe supervisar.

Esta norma incorpora al derecho español la Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2014, por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y grupos. La nueva ley tiene como objetivo identificar riesgos que puedan afectar a la sostenibilidad y aumentar la confianza de los inversores, los consumidores y la sociedad en general, y para ello incrementa la divulgación de información no financiera —como los factores sociales y medioambientales.

Por otro lado, la Directiva 2014/95/UE amplía el contenido exigido en el informe anual de gobierno corporativo que deben publicar las sociedades anónimas cotizadas, para mejorar la transparencia al facilitar la comprensión de la organización empresarial y de los negocios de la empresa de los que se trate. De este modo, algunas grandes empresas quedan obligadas a divulgar las políticas de diversidad que aplican a sus órganos de administración, dirección y supervisión con respecto a cuestiones como, por ejemplo, la edad, el género, o la formación y experiencia profesional. La divulgación de la política de diversidad debe formar parte de la declaración sobre gobernanza empresarial y, en caso de no contar con una política de diversidad, dicha declaración ha de explicar claramente el motivo por el que no se aplica.

La CNMV ha contribuido a la validación de proyectos sostenibles —particularmente en el ámbito de sus tareas de autorización y registro de entidades—, pero además ha promovido la creación de un grupo informal de reguladores y supervisores nacionales en el que se integran el Banco de España, la Dirección General del Tesoro, la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones y la Oficina de Cambio Climático. Este grupo tiene como objetivo cooperar e intercambiar conocimientos y experiencias sobre las iniciativas financieras relacionadas con la sostenibilidad.

Asimismo, la CNMV está participando activamente —junto con los organismos mencionados— en la redacción de aquellos preceptos legales del Proyecto de Ley de Transición Energética y Cambio Climático que afectarán a sus tareas de supervisión. Estos preceptos incluyen obligaciones de divulgación del impacto financiero de los riesgos vinculados al cambio climático y a la transición energética sobre la actividad de las entidades financieras, de seguros y entidades cotizadas de cierto tamaño.

En el plano europeo, la CNMV acompaña al Ministerio de Economía en los grupos de trabajo del Consejo de la Unión Europea para desarrollar el Plan de Acción de la Comisión y de los comités de ESMA que dan cumplimiento al mandato de la Comisión para introducir factores de sostenibilidad en diversas áreas de MiFID II, UCIT, AIFMD y del Reglamento de Agencias de Calificación Crediticia. Es de especial relevancia el papel de la CNMV en el Comité permanente de ESMA sobre informes corporativos, presidido por la vicepresidenta de la CNMV, en el que se trata como una prioridad el cumplimiento de la obligación de divulgación de información no financiera.

En relación con IOSCO, es de destacar el relevante papel que juega la CNMV en el recientemente creado Foro de Finanzas Sostenibles, que actúa como un foro de intercambio de conocimiento y experiencia. Uno de sus grupos de

trabajo —el dedicado a estudiar las iniciativas llevadas a cabo en este ámbito por reguladores y supervisores nacionales— está también presidido y dirigido por la vicepresidenta de la CNMV.

El año 2019 se presenta como crucial para la sostenibilidad financiera, ya que es una de las prioridades de la presidencia japonesa del G20 —como ya lo era de la anterior presidencia argentina— y, por tanto, una oportunidad para lograr una mayor implicación de los reguladores y la industria financiera en este ámbito.

1 El Grupo de Trabajo sobre Divulgación de Información Financiera relacionada con el Clima nace en diciembre de 2015. Está presidido por Michael Bloomberg y en 2017 publicó un informe con recomendaciones para la divulgación de información financiera sobre los riesgos y oportunidades planteados por el cambio climático.

Sobre el marco de consulta y soporte relativo a las ICO, la red se estableció en septiembre de 2017 para facilitar el intercambio de experiencias entre los miembros sobre las incidencias en este ámbito y analizar las respuestas normativas o los criterios que estaban desarrollando con el fin de dar respuesta a las nuevas iniciativas sobre activos digitales. Estas reuniones se desarrollaron de manera regular con carácter mensual, mediante conferencias telefónicas.

Esta red de consultas dio lugar, en mayo de 2018, a la creación del actual marco de consulta y soporte relativo a las ofertas públicas de criptodivisas —o de criptoactivos, de manera genérica— como un recurso interno de carácter educativo, destinado a ayudar a los miembros a considerar los problemas domésticos o transfronterizos relacionados con las ICO. Como soporte, en este tipo de operaciones se estableció un marco de evaluación del riesgo regulatorio que establece un conjunto común de conceptos al respecto, tales como las características de una ICO o el papel de los reguladores y supervisores de valores ante un producto distinto a los valores negociables tradicionales, considerados en muchas jurisdicciones fuera del ámbito de la supervisión y regulación de los mercados de valores.

Además de este nuevo enfoque para el intercambio de conocimientos entre los miembros, destacan varios trabajos sobre mercados, intermediarios y titulización. En concreto, en abril se publicó un *Informe sobre información obligatoria y transparencia pública en los mercados secundarios de bonos corporativos*, que examina la situación de varias jurisdicciones y analiza la relación entre transparencia y liquidez. El informe ofrece a los reguladores la oportunidad de estudiar los requisitos de información existentes para estos mercados, así como la recogida de información que es comparable y utilizable transfronterizamente, en particular para evaluar la liquidez.

Respecto a los intermediarios, en septiembre se publicó un *Informe sobre productos de apalancamiento extrabursátiles comercializados a minoristas* —entre ellos los contratos de cambio de divisas al contado, CFD y opciones binarias—. El informe, coordinado por varios comités, ofrece tres conjuntos de herramientas: i) estrategias que se pueden adoptar para abordar los riesgos específicos de la oferta y venta de estos productos por parte de intermediarios; ii) maneras para diseñar programas de educación a los inversores minoristas sobre la naturaleza y los riesgos de estos productos; y iii) retos a los que se enfrentan los reguladores cuando intentan que los intermediarios cumplan los requisitos para ofrecer estos productos y describe

algunas prácticas que han resultado efectivas en ciertas jurisdicciones para mitigar los riesgos de empresas que ofrecen estos productos de manera ilegal.

Finalmente, en el ámbito de la titulización, IOSCO y el Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria publicaron en mayo los *Criterios para la identificación de titulizaciones a corto plazo sencillas, transparentes y comparables*, basados en los criterios ya emitidos por IOSCO en julio de 2015 y que desarrollan 17 criterios específicamente adaptados a las titulizaciones a corto plazo con especial atención a las que utilizan los pagarés de empresa titulizados, ya que son un elemento fundamental de los mercados de titulización en ciertas jurisdicciones y en algunos países constituyen una fuente de financiación muy importante para la economía.

9.4 Consejo de Estabilidad Financiera (FSB)

El Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) se estructura en torno al Plenario, el Comité Ejecutivo (Steering Committee) y cuatro comités permanentes o *standing committees*: Standing Committee on Assessment of Vulnerabilities (SCAV), Standing Committee on Supervisory and Regulatory Cooperation (SRC), Standing Committee on Standards Implementation (SCSI) y Standing Committee on Budget and Resources (SCBR). El FSB ha establecido también grupos de trabajo específicos sobre materias de actuación prioritaria como intermediación financiera no bancaria, resolución o derivados *over the counter* (OTC). Finalmente, existen en la actualidad seis grupos regionales consultivos del FSB.

La CNMV articula su participación en los trabajos del FSB a través de los siguientes comités y grupos de trabajo:

- Miembro de pleno derecho del SCSI, en el que participa su presidente.
- Miembro de los siguientes grupos de trabajo:
 - i) Non Bank Financial Intermediation (NBFI), sobre intermediación financiera no bancaria.
 - ii) OTC Derivatives Working Group (ODWG), sobre derivados OTC.
 - iii) Gestión de crisis transfronteriza de infraestructuras de mercados financieros (fmiCBCM), configurado como un subgrupo del Resolution Steering Group (ReSG), el Grupo Ejecutivo de Resolución.

En 2018, el FSB continuó desarrollando y aplicando las recomendaciones y requerimientos del G20 relativos al sector financiero, en particular en las áreas declaradas como prioritarias: reforzamiento de la resistencia del sector financiero, procedimientos para abordar las entidades globales sistémicas, intermediación financiera no bancaria y derivados OTC.

El FSB igualmente prestó atención a nuevos riesgos emergentes para el sistema financiero internacional, como las implicaciones para la estabilidad financiera de los denominados criptoactivos y continuó evaluando la aplicación y los efectos de las reformas financieras promovidas por el G20.

Las áreas de actuación del FSB más relevantes relacionadas con los mercados de valores en 2018 fueron las siguientes:

- La intermediación financiera no bancaria (anteriormente denominada banca paralela o *shadow banking*) como fuente de financiación alternativa para la economía real y que puede contribuir, al mismo tiempo, a la reducción de los riesgos sistémicos. En este sentido, y por octavo año consecutivo, el FSB publicó a comienzos de 2019 su informe Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2018, en el que se realiza un seguimiento y una evaluación global de los riesgos asociados a esta actividad. El informe recoge datos de 29 jurisdicciones que representan más del 80% del PIB mundial. Cabe señalar la atención prestada a la actividad de entidades no bancarias que realizan préstamos directos (*direct lending*). La CNMV forma parte del grupo de trabajo que elabora dicho informe, aportando los datos estadísticos sobre las entidades financieras supervisadas y evaluando los eventuales riesgos para la estabilidad financiera.
- Implementación de las reformas de los mercados de derivados OTC. El FSB publicó en 2018 sendos informes en esta área: uno sobre las barreras legales existentes para la comunicación de transacciones de derivados OTC y otro sobre el acceso de los reguladores a la información almacenada en las centrales de datos (*trade repositories*).
- Importancia sistémica de las entidades de contrapartida central (CCP). La obligación de compensación centralizada en una CCP ha incrementado significativamente la importancia sistémica de estas entidades. El FSB, en este sentido, continuó su análisis de las CCP elaborando un documento consultivo sobre los recursos financieros y el tratamiento del capital en las CCP en resolución. El documento anterior fue elaborado por el fmiCBCM —subgrupo del ReSG—, en el que participa la CNMV. Adicionalmente, y al objeto de cumplir con las recomendaciones del FSB sobre CCP sistémicas, la CNMV liderará la creación de un Crisis Management Group para BME Clearing, la entidad de contrapartida central española.
- Continuación del análisis de los riesgos asociados a la gestión de activos, en particular aquellos provenientes de eventuales desfases de liquidez y de un alto apalancamiento.
- Desglose de información de los riesgos asociados al cambio climático. La Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) auspiciada por el FSB publicó su primer Status Report, en el que analiza el grado de implementación y seguimiento de sus recomendaciones de 2017. Este ejercicio tendrá su continuación a lo largo de 2019.
- Riesgos asociados a la «digitalización» del sector financiero y a la ciberseguridad. El FSB prosiguió en 2018 con la evaluación de los riesgos asociados a estas actividades. Su conclusión inicial es que, en la actualidad, los denominados criptoactivos no incorporan un riesgo significativo a la estabilidad financiera, aunque se recomienda su supervisión continuada dada su elevada tasa de crecimiento. Para ello, entre otras medidas, decidió establecer un directorio global de reguladores de criptoactivos¹, en el que está incluida la CNMV.

1 Este directorio se estableció finalmente en abril de 2019.

Finalmente, en lo relativo al Comité de Implementación de Estándares (SCSI), en el que participa la CNMV a través de su presidente, hay que señalar que sus principales líneas de actuación son las siguientes: i) asegurar la implementación de los estándares financieros internacionales acordados por el G20 y el FSB; ii) informar al plenario del FSB, e indirectamente al G20, sobre el grado de implementación de los estándares en cada una de las jurisdicciones miembros; iii) realizar las denominadas revisiones entre pares (*peer reviews*) temáticas o de país entre sus miembros; y iv) fomentar la adhesión global a los estándares de regulación prudencial y de supervisión convalidados por el FSB y elaborados por las organizaciones emisoras de estándares, como IOSCO o el Comité de Basilea.

A lo largo de 2018 el SCSI abordó, entre otros, los temas siguientes: i) la finalización y publicación de los ejercicios de *peer reviews* de Hong Kong y Singapur, con los que se ha concluido la primera ronda de análisis de jurisdicciones del FSB; ii) el inicio de los ejercicios de *peer review* temáticos sobre la implementación del LEI (*Legal Entity Identifier*) y los planes de resolución bancaria, que concluirán en el primer semestre de 2019; y iii) coordinación de la evaluación del impacto y los efectos de las reformas financieras en las áreas de financiación de infraestructuras y de incentivos a la compensación centralizada de derivados OTC. Estos ejercicios tendrán su continuación en 2019. Se prevé la finalización de la evaluación de las reformas en la financiación de las pequeñas y medianas empresas, mientras que continuará la evaluación de las entidades que se engloban en la categoría de «Too-big-to-fail», sobre la que se espera la publicación de un informe a finales de 2020.

Por último, hay que destacar que, en el marco de los ejercicios de *peer review* de países, un miembro del Consejo de la CNMV liderará el *peer review* de México, centrado en la aplicación de las reformas de los mercados de derivados OTC.

9.5 Otros foros internacionales

La **Asociación de Reguladores del Mediterráneo** presentó en su reunión anual de presidentes, celebrada en Atenas, las distintas propuestas legislativas e informó sobre el estado actual y las perspectivas de la evolución de las diferentes economías.

En las elecciones que tienen lugar con carácter bianual —en las que está prevista la rotación de la presidencia y vicepresidencia por los miembros del norte y sur del Mediterráneo— la presidencia la ostentará la Comisión de Valores de Egipto (FRA) y la vicepresidencia y la secretaría, la CNMV. En 2018 se ha incorporado Chipre como nuevo miembro de la asociación, con lo que ascienden a un total de 11.

Como es habitual en las reuniones de presidentes, se expusieron a modo ilustrativo las actividades realizadas como consecuencia de la reforma financiera global —auspiciada por el G20 y FSB—, así como las propuestas y planes de trabajo previstos para el año y otras recomendaciones provenientes de estos foros.

Se presentaron también las actividades realizadas por ESMA y la legislación adoptada por la Unión Europea sobre inversión colectiva, información financiera y cooperación e intercambio de información sobre operaciones de abuso de mercado.

El objetivo acordado para el próximo año —a propuesta de los países del sur— es la incorporación en los trabajos o seminarios previstos para 2019 de materias de

índole tecnológica, y la celebración de seminarios sobre ICO, plataformas de *crowdfunding*, ciberseguridad, *fintech* y *sandboxes*, entre otros. También se han propuesto seminarios sobre financiación de pequeñas y medianas empresas a través de los mercados de capitales, y sobre seguimiento de los programas e iniciativas en materia de sostenibilidad.

Además, se presentaron los trabajos, actividades y propuestas de IOSCO, con especial hincapié en aquellos sugeridos por los países del sur respecto a las materias tecnológicas —que serán objeto de los seminarios mencionados.

El **Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores (IIMV)** ha organizado 11 actividades presenciales formativas, de cooperación y divulgativas, en las que han participado funcionarios de los supervisores de los mercados de valores de los países iberoamericanos. Adicionalmente, ha desarrollado dos cursos *on line* sobre gobierno corporativo y normas internacionales de información financiera (NIFF) y una web sobre el acuerdo de entendimiento sobre *fintech* (iniciativa de la CNMV). Este instituto edita la *Revista Iberoamericana*, de periodicidad cuatrimestral, en la que se destacan los artículos sobre la normativa MiFID II y *fintech*, entre otras temáticas. A raíz de las conclusiones de la última reunión de su consejo en noviembre pasado, el IIMV va a promover una actualización de los estudios sobre limitaciones al desarrollo de los mercados de renta variable en la región.

9.6 Colaboración e intercambio de información con autoridades extranjeras

En 2018 se registró un nuevo incremento general de las actuaciones de colaboración e intercambio de información con autoridades extranjeras y, en particular, de aquellas remitidas por la CNMV.

Se registraron 158 solicitudes de asistencia procedentes de supervisores de otros países y 93 remitidas por la CNMV a instituciones análogas en el extranjero. La mayoría de las colaboraciones se concretaron, por una parte, en el envío de información relativa a actuaciones investigadoras sobre operaciones transfronterizas supuestamente constitutivas de abuso de mercado (34 solicitudes enviadas y 23 recibidas) y, por otra, en el intercambio de información destinada a verificar la idoneidad y honorabilidad de las entidades y los sujetos regulados en procesos de autorización (66 solicitudes recibidas y 28 enviadas).

A continuación se detalla la evolución de estas actuaciones de colaboración durante los últimos tres años.

Actuaciones de colaboración con autoridades extranjeras

CUADRO 9.6.1

Solicitudes de asistencia	2018	2017	2016
Enviadas	93	90	63
Recibidas	158	106	110
Total	251	196	173

Fuente: CNMV.

III Informe del Órgano de Control Interno



Informe de Auditoría Previsto en el Artículo 17.4 del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores – Año 2018

DEPARTAMENTO DE CONTROL INTERNO
30 de abril de 2019

1.- INTRODUCCIÓN

El Departamento de Control Interno de la Comisión Nacional del Mercado de Valores ha realizado la auditoría sobre 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 20 de febrero de 2019, con el que se da cumplimiento al artículo 17.4 del Texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el RDL 4/2015, de 23 de octubre.

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), como establecen las Normas de Auditoría Interna para la CNMV aprobadas por Acuerdo del Consejo de 27 de julio de 2016.

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 los órganos de gobierno de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, durante el año 2018.

Las normas básicas aplicables a los procedimientos de la CNMV son las siguientes:

- Texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el RD legislativo 4/2015, de 23 de octubre.
- Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas.
- Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público.
- Reglamento de Régimen Interior de la CNMV.

Además, de los Acuerdos sobre delegación de competencias de la Comisión Nacional del Mercado de Valores vigentes durante el ejercicio 2018¹.

En el desarrollo del trabajo no se han producido limitaciones al alcance.

¹ Acuerdos de delegación del Consejo de 26 de abril de 2017, de 25 de octubre de 2017, de 8 de marzo de 2018 y de 27 de septiembre de 2018.

3.- OPINIÓN

En nuestra opinión, una vez realizados los trabajos de auditoría, se puede concluir que durante el año 2018, las decisiones adoptadas por los órganos de gobierno de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en el ámbito de la supervisión encomendada por el Texto refundido de 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.

La Directora del Departamento de Control Interno
Fdo.: Margarita García Muñoz

IV CNMV: Aspectos organizativos, económicos e institucionales

10.1 Plan de actividades 2019 y líneas estratégicas de la CNMV 2019-2020

La CNMV presentó el 25 de febrero de 2019 el Plan de actividades correspondiente al ejercicio 2019. El plan, previamente sometido a la consideración del Comité Consultivo de la CNMV, detalla 44 objetivos para el año, pero también incluye una revisión del grado de cumplimiento de los compromisos asumidos en el plan del ejercicio anterior. Concretamente, explica que se ha completado el 78% de los objetivos previstos, en línea con los años anteriores (86% en 2017 y 82% en 2016).

Entre los objetivos cumplidos se podrían destacar, por su relevancia, la propuesta de Guía técnica sobre comisiones de nombramientos y retribuciones, así como la publicación de criterios sobre criptoactivos y ofertas iniciales de criptomonedas (ICO) y el inicio de la publicación de criterios en materia de ofertas públicas de adquisición. Con ello la CNMV pretende incrementar la transparencia sobre sus pautas de actuación y facilitar el cumplimiento de la regulación por parte de los supervisados.

Por otra parte, se ha desarrollado una aplicación (*app*) para facilitar al público interesado el acceso a la información que ofrece la web de la CNMV a través de dispositivos móviles y se ha habilitado un canal en la web de la entidad para comunicar todo tipo de infracciones de forma anónima, si así lo desea el denunciante.

Los objetivos pendientes de cumplir suponen el 22% del total de objetivos previstos para el año 2018, aunque la previsión es llevarlos a cabo durante 2019. Únicamente se decidió no abordar dos objetivos por las razones que se exponen a continuación.

En lo que respecta al análisis de una propuesta de reforma normativa en relación con las plataformas de financiación participativa, existe un proyecto legislativo europeo en curso que ha aconsejado posponer cualquier propuesta de reforma normativa nacional. Además, se abandonó también el objetivo consistente en la modificación de la Circular 4/2008 sobre el contenido de los informes de instituciones de inversión colectiva, que pretendía incorporar determinados aspectos de la metodología de PRIIP que están pendientes de revisión a nivel europeo, al existir incertidumbre acerca del momento en que se llevará a cabo dicha revisión.

Sin embargo, los nueve objetivos restantes pendientes de cumplimiento están ya en marcha y muestran un grado de avance significativo.

Con ocasión de la elaboración del Plan de actividades 2017 se optó por definir las líneas estratégicas de la CNMV de forma bienal (para los ejercicios 2017 y 2018). Siguiendo la misma pauta, se han establecido las tres líneas estratégicas que orientarán la actividad de la institución en los ejercicios 2019 y 2020. Estas líneas no suponen una ruptura con las anteriores, sino que profundizan en el rumbo en el que la institución viene avanzando: prioridad a la supervisión, impulso de la competitividad del mercado español y atención a los desarrollos tecnológicos en el sector

financiero. La selección de estas líneas no supone relegar objetivos tales como el de seguir trabajando en el área de la educación financiera o el de prestar atención especial a la estabilidad financiera.

La supervisión como prioridad

La CNMV tiene como función esencial la promoción de la integridad y transparencia de los mercados y la tutela de los intereses de los inversores. Para ello ha de llevar a cabo una supervisión decidida, centrada en la prevención y en la disuasión de prácticas inapropiadas y teniendo especialmente presente el principio de escepticismo.

Aunque disponga de recursos limitados, la CNMV tiene margen para mejorar la efectividad de su actividad de supervisión. Se trata de hacer un uso eficiente de dichos recursos, centrando las actuaciones de supervisión en aspectos relevantes y poniendo el acento en las que generen mayor valor añadido. Un ejemplo de esto son las denominadas revisiones horizontales (centradas en áreas específicas de la actividad de las entidades financieras que prestan servicios de inversión), en las que la CNMV tiene gran experiencia y que se han intensificado en los últimos años, siguiendo las recomendaciones internacionales. Asimismo, la CNMV tiene previsto recurrir con mayor intensidad, cuando sea razonable, a la opción prevista en la Ley del Mercado de Valores de utilización de expertos externos.

Además, la CNMV seguirá prestando especial atención a la calidad de la información financiera y de la información relevante difundida por las empresas cotizadas.

Se pretende, además, impulsar la presencia pública de la CNMV como supervisor, con el objetivo de dar mayor visibilidad a su actividad de seguimiento y vigilancia de los mercados. Para ello se impulsará la actividad de comunicación y se publicarán mensajes de interés para el mercado y los inversores, así como los resultados de actuaciones de supervisión determinadas.

Al mismo tiempo, la supervisión ha de ser coordinada con Europa. En un momento en el que la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) tiene como prioridad el impulso de la convergencia supervisora, la CNMV tendrá en cuenta en sus actuaciones de supervisión el enfoque y los criterios aplicados por el resto de supervisores de valores relevantes de la Unión Europea.

Fomento de la competitividad y fortalecimiento del mercado español

La CNMV debe seguir contribuyendo a fortalecer el mercado español y a fomentar su competitividad, especialmente en un contexto de elevada competencia entre plazas financieras y en un entorno cambiante a causa de la nueva normativa financiera y de eventos de gran impacto como el *brexít*.

La CNMV ha estado trabajando durante los dos últimos años, de manera coordinada con el Ministerio de Economía y Empresa y otros organismos nacionales y europeos, ante la posibilidad de una salida —incluso sin acuerdo— del Reino Unido de la Unión Europea (*brex*it), con el objetivo de preservar la estabilidad financiera y proteger a los inversores y teniendo siempre en cuenta la necesidad de fomentar la competitividad del mercado español.

Esta situación tiene consecuencias importantes tanto para las entidades financieras establecidas en el Reino Unido que venían prestando servicios a clientes en España con anterioridad al *brex*it, como para las entidades españolas que prestan servicios a clientes en el Reino Unido. Asimismo, existen algunas funciones críticas del sistema financiero (relacionadas, por ejemplo, con la compensación de transacciones a través de entidades de contrapartida central o el uso con fines regulatorios de calificaciones crediticias emitidas por agencias de calificación) que, habida cuenta de que Londres es uno de los principales centros financieros globales, llevan a cabo en la actualidad entidades del Reino Unido.

Entre otras medidas encaminadas a la posible relocalización de negocio radicado en el Reino Unido, en 2017 la CNMV implementó un programa dirigido a empresas de servicios de inversión y sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, denominado *Welcome Programme*. A través de este programa se ofrece a las empresas una interlocución única, en habla inglesa, que tiene por objeto ayudar a entender la regulación española y servir de guía durante el proceso de autorización y hasta seis meses después. Toda la documentación se puede presentar en inglés, sin necesidad de traducción. Desde su implantación se han recibido numerosas consultas¹ y se han mantenido múltiples contactos con entidades financieras, en su mayoría con sede en el Reino Unido y supervisadas por las autoridades competentes de dicho país. En los primeros meses de 2019 se ha observado un incremento significativo de las peticiones de información recibidas, más intenso conforme se aproximaba la fecha inicialmente prevista para el *brex*it (29 de marzo) sin haberse alcanzado un acuerdo entre la Unión Europea y el Reino Unido que permitiera lograr una salida ordenada.

La Unión Europea ha mantenido negociaciones con el Reino Unido con objeto de llegar a un acuerdo para fijar los términos de la retirada y establecer el marco de su relación futura con la Unión Europea. Dichas negociaciones se concretaron en el Acuerdo de Retirada, que fue respaldado por el Consejo Europeo en noviembre de 2018. Sin embargo, el Parlamento británico ha rechazado dicho acuerdo hasta el momento.

Ante el elevado nivel de incertidumbre que rodea este proceso, se publicó a primeros de marzo el Real Decreto-ley 5/2019, de 1 de marzo, por el que se adoptan medidas de contingencia ante la retirada del Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte de la Unión Europea sin que se haya alcanzado el acuerdo previsto en el artículo 50 del Tratado de la Unión Europea. Las medidas contenidas en este real decreto-ley son de carácter temporal y están dirigidas a facilitar el tránsito hacia la nueva situación derivada de la consideración del Reino Unido como un tercer Estado.

El citado real decreto-ley entrará en vigor el día en que los Tratados de la Unión Europea dejen de aplicarse al Reino Unido, salvo que, con anterioridad a dicha fecha, haya entrado en vigor un acuerdo de retirada formalizado entre la Unión Europea y el Reino Unido.

El 10 de abril de 2019, el Consejo Europeo acordó una prórroga hasta el 31 de octubre de 2019, como máximo, para permitir la ratificación del Acuerdo de Retirada. No obstante, esta prórroga terminará el 31 de mayo de 2019 si el Reino Unido no participa en las elecciones europeas que se celebrarán entre el 23 y el 26 de mayo.

En este contexto, la CNMV ha abierto en su página web una nueva sección denominada «Después del *brexit*: cuestiones relacionadas con el sector financiero», en la que se recoge información que puede ser útil para los participantes en el mercado y los inversores. En concreto, se ha incluido un listado de documentos de interés sobre el posible impacto e implicaciones del *brexit* y algunos criterios interpretativos, en forma de preguntas y respuestas, sobre las disposiciones relativas al mercado de valores y a los servicios de inversión contenidas en el real decreto-ley anteriormente citado. Adicionalmente, los participantes del mercado pueden remitir a un buzón de la CNMV establecido al efecto cualquier duda adicional en relación con los criterios interpretativos publicados.

1 73 consultas en total.

En primer lugar, la CNMV seguirá promoviendo y tratando de facilitar que las empresas puedan financiarse a través de los mercados —ya sea realizando emisiones de deuda o captando capital— como fuente de financiación alternativa a la bancaria. Para ello se seguirá incentivando la adopción de medidas que hagan al mercado español más atractivo y que incluyan los sistemas multilaterales de negociación para compañías de tamaño más reducido.

En segundo lugar, la CNMV pretende continuar avanzando en una cultura de servicio a los participantes en el mercado, para lo cual se seguirá trabajando con el objetivo de agilizar los procesos y simplificar en lo posible los requisitos y trámites necesarios para sus autorizaciones, así como en el análisis de posibles planteamientos flexibles que faciliten a las entidades en la fase inicial de su actividad el cumplimiento de algunos requisitos.

Por otro lado, para que el mercado español sea competitivo es preciso que exista seguridad jurídica, a lo que contribuye que las actuaciones del supervisor sean coherentes, previsibles y de fácil comprensión para los participantes del mercado. Con esta finalidad se seguirán publicando guías técnicas y documentos con preguntas y respuestas, y se continuará impulsando el diálogo con el sector.

Asimismo, es preciso que el marco regulatorio sea competitivo y que esté en línea con el de los demás países europeos relevantes, para lo cual se tratará de evitar que existan restricciones o peculiaridades locales que puedan suponer una desventaja competitiva o generar confusión entre los participantes del mercado. Se tratará también de incorporar al mercado español y a la regulación fórmulas que ya existen en otros mercados avanzados y que podrían hacerlos más atractivos para los inversores.

Otro aspecto clave en el impulso del mercado español es que la CNMV mantenga una actitud abierta e impulse la calidad en su función de supervisión en relación con las operaciones corporativas, de manera que se eviten demoras injustificadas en su ejecución, sin dejar de priorizar la protección de los inversores en este ámbito.

Por último, la CNMV continuará prestando atención a las nuevas tendencias y, en particular, impulsará el desarrollo de las mejores prácticas en materia de responsabilidad social empresarial y buen gobierno corporativo, así como todos aquellos aspectos relacionados con la sostenibilidad, que están cobrando mayor importancia a nivel internacional.

Atención a los cambios y nuevos fenómenos de mercado impulsados por la tecnología

En un contexto en el que las nuevas tecnologías están propiciando cambios significativos en la industria de los servicios financieros, la CNMV debe seguir mostrando una actitud favorable a la innovación y al uso de las nuevas tecnologías, pero con cautela, de manera que se mantenga el nivel de protección de los inversores con independencia del formato en que interactúen con los intermediarios financieros.

La CNMV adoptará las medidas precisas en este sentido, seguirá prestando asistencia a través del Portal de Innovación de su página web y continuará publicando preguntas y respuestas con el objetivo de aumentar la transparencia.

En cuanto al previsible próximo establecimiento en España de un *sandbox* regulatorio, que supondrá la aplicación de una nueva filosofía de colaboración de los supervisores con los promotores de proyectos innovadores, la CNMV abordará su implantación de modo proactivo.

Adicionalmente, la CNMV impulsará proyectos *regtech/suptech* que puedan servir de ayuda a las entidades supervisadas para cumplir con la normativa que les es de aplicación, o aquellos que contribuyan a mejorar los propios procesos de supervisión financiera. Estos proyectos pueden basarse en diversas tecnologías, tales como *big data*, inteligencia artificial o *blockchain* (DLT). Esta última, en concreto, ya se ha utilizado en el proyecto FTL Warrants, en el que han colaborado diversas entidades, infraestructuras de mercado y la propia CNMV.

Por otro lado, y como continuación a los trabajos desarrollados durante los últimos años, la CNMV impulsará la adopción de medidas concretas por parte de los gestores de infraestructuras de los mercados y de las entidades supervisadas para elevar los estándares en el ámbito de la ciberseguridad.

10.2 Actuación de la CNMV respecto a la actividad *fintech*

En consonancia con la estrategia de la CNMV fijada para el periodo 2017-2018 de prestar especial atención a los nuevos fenómenos de mercado impulsados por la tecnología, que se mantiene para el bienio 2019-2020, durante el ejercicio 2018 la CNMV ha potenciado sus actuaciones relacionadas con el ámbito *fintech*. Así, se ha destacado esta función organizativamente mediante la creación de una Subdirección de Fintech y Ciberseguridad específica, dentro del Departamento de Estrategia y Relaciones Institucionales.

Las principales líneas de actuación en las que se ha trabajado durante 2018 son las siguientes:

Portal Fintech

En diciembre de 2016 se instauró, como medida pionera en España, el Portal Fintech de la CNMV para prestar servicio y asesorar tanto a los nuevos promotores (muchos de ellos empresas en sus fases iniciales de desarrollo, conocidas como *start-ups*) como a entidades del sector financiero ya consolidadas en la aplicación de la regulación vigente a sus proyectos innovadores.

Este portal constituye lo que en la jerga del sector se conoce como un *innovation hub*, que es uno de los dos tipos fundamentales de facilitadores de la innovación. El otro tipo básico es el banco de pruebas regulatorio (o *sandbox*).

Desde su puesta en funcionamiento, y hasta el 31 de diciembre de 2018, se han recibido 258 consultas con el desglose que se incluye a continuación en función del tipo de proyecto asociado (clasificación basada en lo que habitualmente se denominan «verticales»):

Consultas recibidas en el Portal Fintech

CUADRO 10.2.1

Verticales	N.º de solicitudes
Plataformas de financiación participativa (PFP)	75
Criptoactivos y <i>blockchain</i>	63
ICO	31
<i>Exchanges</i>	12
Otros	20
Asesoramiento y gestión automatizadas	41
Relación con el cliente	12
Proveedor de tecnología	15
Otros	52
Total	258

Fuente: CNMV.

Las consultas relacionadas con plataformas de financiación participativa (PFP) fueron las más frecuentes durante el año 2017 y se centraron en la aplicación de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial a proyectos concretos. En 2018 se han recibido menos de la mitad de las consultas referidas a esta vertical, siendo las relativas a la tecnología de registro distribuido (*blockchain*) y a los criptoactivos las más numerosas.

De estas, la mayor parte de las consultas se concentraron en cuestiones relativas a la captación de fondos mediante la emisión de *tokens* (en lo que se conoce como ofertas iniciales de criptomonedas o ICO, por sus siglas en inglés) y en dudas sobre las plataformas o estructuras en las que se negocian o se pretende negociar los criptoactivos. Aunque también se han recibido consultas sobre la aplicación de la tecnología *blockchain* en otros casos de uso diferentes a los criptoactivos.

Respecto al asesoramiento y gestión de carteras automatizados (más conocido como *robo-advice*), durante 2018 se recibió un número similar de consultas al año anterior, manteniendo su relevancia respecto al total. Asimismo, continuaron llegando consultas sobre proyectos relacionados con la digitalización y la innovación en la relación con el cliente, destacando las referidas al proceso de *on-boarding*.

A partir de las consultas recibidas, la CNMV publicó en mayo de 2018 un documento de preguntas y respuestas que contiene los principales criterios que se han transmitido a través del Portal, con el objetivo de proporcionar claridad a todos los interesados y poder orientar, resolver dudas y facilitar las nuevas actividades.

Las cuestiones incluidas en el documento se clasifican en cinco categorías. Una primera de preguntas generales y otras cuatro centradas en PFP, *robo-advice*, *neo-banks*, criptomonedas e ICO.

Este documento se va actualizando con la frecuencia necesaria para incorporar nuevos criterios que faciliten la actuación de los participantes del mercado.

Por otra parte, como se ha comentado anteriormente, el *sandbox* regulatorio es un paso complementario al Portal Fintech que permitirá a aquellos proyectos más maduros dar un paso adicional entrando en un entorno de pruebas en el que valorar su idoneidad. En concreto, el *sandbox* es un banco de pruebas, regido por un conjunto especial de reglas —previamente determinadas por el regulador—, en el que se permite a las empresas probar productos y servicios innovadores en un entorno seguro y limitado durante un tiempo.

En este sentido, el Anteproyecto de Ley para la Transformación Digital del Sistema Financiero, sometido a consulta pública en 2018¹, regula conjuntamente el *sandbox* y los *innovation hubs* (como el Portal Fintech) para proporcionar una respuesta integral a las implicaciones de la transformación digital en el sistema financiero español. El objetivo de este anteproyecto es establecer una regulación adecuada que permita que el proceso innovador se desarrolle de forma eficaz y segura para los usuarios y beneficie al conjunto de la sociedad.

Para ello establece unas reglas generales para el funcionamiento del *sandbox*, dejando a los protocolos concretos (a suscribir entre promotores y autoridades competentes) los detalles sobre el alcance de las pruebas y las garantías que aseguren que los proyectos se prueban en un marco seguro.

Criptoactivos

La tecnología *blockchain* ha propiciado la aparición en los mercados financieros de criptoactivos con diferentes vocaciones² que están captando la atención de inversores y supervisores.

1 Aprobado por el Consejo de Ministros de 22 de febrero de 2019 y pendiente de ulterior tramitación parlamentaria.

2 Los conocidos como *utility tokens*, que darían derecho a un activo no financiero o un servicio; los *currency tokens*, que funcionarían como unidades de pago (criptomonedas); y los *security tokens*, que tendrían la consideración de instrumento financiero.

Ante la falta de una legislación nacional o europea específica en la materia, la CNMV publicó en 2018 varios comunicados informando a inversores y profesionales sobre sus criterios respecto de este fenómeno.

En concreto, el 8 de febrero de 2018 la CNMV publicó dos comunicados, uno de ellos —conjuntamente con el Banco de España³— alertando de los riesgos de los criptoactivos y otro con consideraciones para profesionales del sector financiero⁴. En este último comunicado se proporcionaban criterios para determinar en qué supuestos las ICO debían considerarse ofertas de valores.

Adicionalmente, el 20 de septiembre la CNMV publicó unos criterios específicos para las ICO⁵ en los que, teniendo en cuenta el debate internacional y, sobre todo, europeo, se modulaban los criterios anteriores y se realizaba un esfuerzo de aplicación del principio de proporcionalidad, aclarando aspectos como la necesidad de publicar un folleto informativo en determinados supuestos, el alcance de la intervención de entidades autorizadas para prestar servicios de inversión y la posible negociación posterior de los criptoactivos en plataformas de negociación.

La CNMV, respetando el principio de neutralidad tecnológica, ha actuado respecto a los criptoactivos con cautela ante el riesgo que puede suponer esta práctica de captación de fondos y está participando muy activamente en los debates internacionales para buscar la máxima armonización posible ante un fenómeno global.

Un ejemplo de actuación de supervisión basada en el uso de las nuevas tecnologías (*suptech*): análisis recurrentes de rentabilidades atípicas, comparativa de precios y operativa de compraventa de activos

RECUADRO 23

La supervisión a distancia en las instituciones de inversión colectiva (fondos de inversión y SICAV e IIC) es esencial para la evaluación y el seguimiento continuados de los medios y controles con los que cuentan las entidades para la gestión, administración, valoración y control de sus riesgos, así como para la detección y prevención de conflictos de interés.

Entre otras fórmulas, cabe destacar los análisis que la CNMV realiza de modo recurrente sobre las rentabilidades diarias de las IIC y que tienen por objetivo identificar variaciones «atípicas» de los valores liquidativos de estas instituciones con base en un proceso analítico complejo que requiere la captura de un elevado volumen de información de mercado y la parametrización de la información reservada que mensualmente remiten las entidades. Se trata de un ejemplo de actuación supervisora basada de un modo especialmente intenso en el uso de herramientas tecnológicas (*suptech*, por utilizar un término cada vez más frecuente a nivel internacional).

3 Comunicado conjunto de la CNMV y del Banco de España sobre «criptomonedas» y «ofertas iniciales de criptomonedas» (ICOs). <http://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t=%7bf3ab3acc-c4fc-4b99-b61f-b9ef8dab7a98%7d>

4 Consideraciones de la CNMV sobre «criptomonedas» e «lcos» dirigidas a los profesionales del sector financiero. <http://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t=%7b9c76eef8-839a-4c19-937f-cfde6443e4bc%7d>

5 Criterios iniciales de actuación que la CNMV está aplicando en relación con las ICO. <http://cnmv.es/Doc-Portal/Fintech/Criterioslcos.pdf>

A efectos de tales análisis se procede a la asignación de tres «índices de referencia» para cada una de las casi 4.000 IIC inscritas actualmente en los registros de la CNMV. El primero se refiere a la composición de la cartera de contado (renta variable, renta fija...) y de instrumentos derivados, el segundo es un índice de mercado (por ejemplo, el Ibex 35, Eurostoxx, S&P500...) y el tercero se basa en rentabilidades de instituciones con una misma política de inversión (por ejemplo, fondos de renta variable americana, japonesa, europea...). Tras esta asignación se selecciona el índice que presenta un mayor nivel de correlación con la evolución de la IIC y se realiza a continuación un análisis de regresión, que permite identificar casos «atípicos» de diferencias relevantes entre la rentabilidad diaria real de la IIC y la estimada aplicando el modelo de regresión.

Anualmente, este proceso permite identificar varios miles de variaciones diarias «atípicas» que representan un pequeño porcentaje de los más de 1,3 millones de valores liquidativos de todas las IIC inscritas. Dada la gran diversidad de exposiciones a diferentes activos y mercados que mantienen las IIC, no todas estas variaciones revelan la existencia de incidencias o errores cometidos por las entidades. Por este motivo, es necesario efectuar análisis adicionales de las variaciones, que permiten realizar una selección más ajustada de valores liquidativos con posibles incidencias a contrastar con la entidad gestora.

Adicionalmente, a través del procesamiento automático de la información remitida sobre las carteras de activos de las IIC, se realizan análisis comparativos para identificar discrepancias en las valoraciones aplicadas por las entidades a un mismo activo.

Todas estas actuaciones permiten detectar incidencias relacionadas con diversos aspectos:

- Valoración de activos: errores en las cotizaciones utilizadas para valorar activos de renta variable y fija o instrumentos derivados OTC; precios desactualizados en el caso de posiciones en otras IIC; deficiencias en los procedimientos para la estimación de precios teóricos en activos ilíquidos o cuya cotización ha sido suspendida; o utilización de horas de corte inadecuadas para la valoración de posiciones en otras divisas.
- Contabilización errónea de operaciones e imputaciones incorrectas de gastos y comisiones.
- Incumplimientos de la normativa reguladora, entre otros, la adquisición de instrumentos no aptos o superación de los límites de diversificación por riesgo emisor y de exposición en instrumentos derivados.

Por otra parte, también de manera recurrente y con base en procesos automatizados, se procede a identificar una serie de operativas que podrían poner de manifiesto situaciones de conflictos de interés:

- **Aplicaciones de activos:** una/varias IIC adquieren un activo de renta fija o variable y otra/otras IIC de la misma gestora lo venden por importes iguales o muy similares.

- **Compras de estructurados, emisiones de renta fija en las que se ha invertido un porcentaje significativo del total emitido** y ofertas públicas de valores de renta variable (con el fin de detectar posibles conflictos de interés derivados de que una entidad del grupo de la gestora bien haya actuado como colocador o asegurador o bien sea el emisor).
- Operativa sobre acciones cuya **liquidez podría ser reducida** (entre otros objetivos, para detectar situaciones en las que alguna entidad del grupo de la gestora tenga algún tipo de vinculación).
- Operaciones de suscripción y reembolso que realizan las IIC en otras gestionadas por la misma entidad.

En todos estos casos se procede a verificar el adecuado cumplimiento del régimen de operaciones vinculadas establecido en la normativa vigente, entre otros aspectos, que la entidad dispone de un procedimiento formal de autorización previa para asegurar que la correspondiente operativa se realiza en interés de ambas IIC y a precios de mercado.

Las incidencias detectadas en ocasiones han puesto de manifiesto graves deficiencias en los medios y procedimientos de control aplicados por las entidades y en la identificación de conflictos de interés (con perjuicios a partícipes/accionistas) y que han llegado a implicar también la apertura de expedientes sancionadores.

Regtech/suptech

La CNMV ha asumido como un objetivo relevante aprovechar las distintas tecnologías para llevar a cabo sus funciones de autorización y supervisión de la manera más eficiente posible.

La institución ya ha venido utilizando en los últimos años las tecnologías de procesamiento de información más novedosas en diversas actividades de supervisión. Un ejemplo de ello es el análisis periódico que se realiza sobre rentabilidades atípicas de los fondos de inversión, a través del cual se detectan habitualmente algunas incidencias con relevancia supervisora.

En esta línea, se han incluido determinados objetivos en el Plan de Actividades de la CNMV para 2019 como, por ejemplo, la adquisición de una nueva herramienta tecnológica que facilite el tratamiento y análisis de grandes volúmenes de datos o también una revisión horizontal de la información no cuantitativa incluida en la información pública periódica de las IIC, que se realizará utilizando procesos informáticos basados en algoritmos definidos internamente.

Adicionalmente, durante 2018 la institución ha analizado los posibles beneficios de la nueva tecnología *blockchain* trabajando en dos proyectos específicos.

En primer lugar, la CNMV, junto con BME y un grupo de entidades financieras que emiten *warrants*, colaboraron durante el año pasado en un proyecto denominado Fast Track Listing (FTL). El objetivo de este proyecto es simplificar los procesos y

re bajar los tiempos necesarios en el registro de emisiones de un instrumento financiero concreto como son los *warrants*, elegido por la mayor sencillez de su proceso de autorización administrativa. En la prueba de concepto, que se realizó con éxito a mediados de 2018, se comprobó que la utilización de la tecnología *blockchain* puede mejorar la eficiencia en tiempo y recursos, aumentar la seguridad e incrementar la trazabilidad de los procesos. La CNMV tiene previsto finalizar este proyecto a lo largo de 2019 y analizará la posibilidad de implementarlo también en el caso de emisiones distintas de los *warrants*.

En segundo lugar, la CNMV colabora en un proyecto, coordinado por la Comisión Europea y denominado European Financial Transparency Gateway (EFTG), que pretende ofrecer un único punto de acceso a la información sobre emisiones de valores y sus emisores apoyado en la tecnología *blockchain*.

Formación interna

Durante 2018 la CNMV ha realizado importantes esfuerzos formativos para asegurar que sus empleados tengan unos conocimientos básicos de las diferentes tecnologías que se están utilizando en el sector financiero. En este sentido, se ha organizado un programa de formación específico sobre *blockchain* que se ha impartido a aproximadamente la mitad de los empleados.

Durante 2019 se intensificará de forma muy relevante la formación en estas cuestiones y, adicionalmente, se impulsará una labor de concienciación y formación en asuntos relacionados con la ciberseguridad.

10.3 Actividad de asesoramiento en proyectos normativos y otras solicitudes de información

Tal como prevé el artículo 17.3 de la Ley del Mercado de Valores, la CNMV asesora al Gobierno y al Ministerio de Economía y Empresa y, en su caso, a los órganos equivalentes de las comunidades autónomas, en las materias relacionadas con los mercados de valores.

Dentro de esta labor de asesoramiento, en 2018 la CNMV ha colaborado activamente en diversos proyectos normativos. En particular, han destacado los trabajos relacionados con la incorporación al ordenamiento jurídico español del nuevo marco regulatorio sobre mercados e instrumentos financieros basado en la Directiva MiFID II y el Reglamento MiFIR, que empezó a aplicarse el 3 de enero de 2018. La magnitud de los cambios necesarios para incorporar el paquete regulatorio MiFID II, así como diversos aspectos relacionados con otras normas europeas —como, por ejemplo, las relativas al abuso de mercado, los índices utilizados como referencia en los instrumentos financieros o los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros— llevó a acometer un proceso de reforma integral de la Ley del Mercado de Valores que se plasmó en la elaboración del **Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores y de los Instrumentos Financieros**.

Sin embargo, el plazo para la trasposición de MiFID II expiró sin que fuera factible finalizar la tramitación del anteproyecto de ley, por lo que se hacía necesario completar dicha trasposición con la mayor celeridad posible. Esta circunstancia llevó a

posponer el citado proyecto de ley y aprobar, por vía de urgencia, el **Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre, por el que se modifica el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores** y el **Real Decreto 1464/2018, de 21 de diciembre, por el que se desarrolla el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores**. Al igual que en el caso anterior, la CNMV ha colaborado de manera activa con la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional durante la tramitación de ambas normas, que han supuesto la última fase de la trasposición de MiFID II al ordenamiento jurídico español.

Modificación del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores: trasposición de MiFID II

RECUADRO 24

El 3 de enero de 2018 comenzó la aplicación del nuevo marco normativo sobre mercados e instrumentos financieros, basado en la Directiva MiFID II¹ y el Reglamento MiFIR².

Este nuevo paquete regulatorio tiene como objetivo asegurar unos elevados niveles de protección de los inversores y mejorar la estructura organizativa y el gobierno corporativo de las empresas de servicios de inversión, así como aumentar la seguridad, la eficiencia, el buen funcionamiento y la estabilidad de los mercados de valores.

La Directiva MiFID II supone una modificación sustancial del funcionamiento de los mercados y de los centros de contratación de la Unión Europea, no tanto por los objetivos que se persiguen —pues se mantienen en esencia los mismos que inspiraron y dirigieron la Directiva MiFID I³— sino por la envergadura de las modificaciones operativas que se imponen para cumplir con las obligaciones de transparencia y de negociación obligatoria en centros de contratación.

Ante la falta de trasposición de las normas comunitarias a tiempo, y con el fin de dotar a los participantes del mercado de las garantías legales necesarias para operar de acuerdo con la nueva normativa en un entorno de mercado único, el Consejo de Ministros aprobó en diciembre de 2017 el **Real Decreto-ley 21/2017⁴, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores**, que traspuso al ordenamiento jurídico español la Directiva MiFID II en todo lo relativo a centros de negociación (mercados regulados, sistemas multilaterales de contratación y sistemas organizados de contratación). De forma paralela, la CNMV publicó un comunicado el 2 de enero de 2018 para recordar, en relación con las materias no abordadas en ese real decreto-ley, que otras partes de MiFID II y MiFIR eran también de aplicación directa desde el 3 de enero.

Durante el año 2018 la CNMV ha seguido colaborando activamente con la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional, con el objetivo de trasponer a la normativa española los preceptos de MiFID II que quedaban pendientes de implementación tras la publicación del real decreto-ley de diciembre.

El día 28 de septiembre, el Consejo de Ministros aprobó el **Real Decreto-ley 14/2018⁵, de 28 de septiembre, por el que se modifica el texto refundido de**

la **Ley del Mercado de Valores**, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, avanzando así en la trasposición de la Directiva MiFID II. Este real decreto-ley continuó con la labor de racionalización y mejora técnica que ya inició el Real Decreto-ley 21/2017. Ambos instrumentos reducen el contenido del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (LMV) al contenido mínimo necesario que debe figurar en las normas de rango legal.

En esta línea, el 21 de diciembre se aprobó el **Real Decreto 1464/2018⁶, por el que se desarrolla el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores**. Si bien la aprobación del Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, y del Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre, supusieron la incorporación al ordenamiento jurídico español de gran parte del paquete regulatorio MiFID II, era necesario completar su trasposición con un desarrollo reglamentario. Este real decreto tiene como objetivo finalizar dicha incorporación y completar el desarrollo reglamentario del régimen jurídico, profundizando en sus principios.

Por último, el **Real Decreto-ley 19/2018⁷, de 23 de noviembre, de servicios de pago y otras medidas urgentes en materia financiera**, en su disposición final novena incluía también la modificación de ciertos artículos del texto refundido de la LMV. El objetivo era adaptar la LMV a una serie de normas europeas que todavía estaban pendientes de incorporarse al ordenamiento español, entre las que destacan el Reglamento (UE) n.º 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2016, sobre los índices utilizados como referencia en los instrumentos financieros y en los contratos financieros o para medir la rentabilidad de los fondos de inversión; el Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado; el 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; y el Reglamento (UE) n.º 2015/2365 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2015, sobre transparencia de las operaciones de financiación de valores y de reutilización.

Con carácter general, todas estas modificaciones normativas han permitido reforzar de forma sustancial la protección al inversor, al incrementar el nivel de exigencia y concreción en las obligaciones de información al cliente, y el grado de control que se exige sobre cualquier circunstancia que afecte a los conflictos de interés de las empresas de servicios de inversión.

Además, se otorgan nuevas facultades de supervisión a la CNMV y se concretan las obligaciones de cooperación entre estos organismos, las autoridades nacionales supervisoras de la Unión Europea y la Agencia Europea de Valores y Mercados (AEVM).

Por tanto, durante 2018 se ha culminado en cuatro etapas el proceso de adaptación de la Ley del Mercado de Valores (LMV) y su normativa básica de desarrollo tanto a la normativa MiFID II como a otras disposiciones europeas que todavía estaban pendientes de incorporación.

1 Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros.

- 2 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.
- 3 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.
- 4 <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2017-15837>
- 5 https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2018-13180
- 6 <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2018-17879>
- 7 https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2018-16036

Otra norma relevante en cuya tramitación ha participado la CNMV es el **Real Decreto-ley 19/2018, de 23 de noviembre, de servicios de pago y otras medidas urgentes en materia financiera**. Dicho real decreto-ley incluye, entre otros aspectos, la modificación de ciertos artículos del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, con el objetivo de adaptarla a distintos reglamentos europeos recientes cuya entrada en vigor y aplicación efectiva ya se había producido, como, por ejemplo, el Reglamento sobre abuso de mercado o el Reglamento sobre índices de referencia.

Por otro lado, el **Real Decreto-ley 22/2018, de 14 de diciembre, por el que se establecen herramientas macroprudenciales**, ha atribuido facultades adicionales al Banco de España, a la CNMV y a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones para abordar posibles riesgos del sistema financiero español desde una perspectiva macroprudencial. Para avanzar en la correcta supervisión de estos riesgos el Gobierno ha aprobado, ya en 2019, el **Real Decreto 102/2019, de 1 de marzo, por el que se crea la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera**, en el que se establece su régimen jurídico y se desarrollan determinados aspectos relativos a las herramientas macroprudenciales.

Además de lo anterior, se han analizado y remitido observaciones en relación con otros proyectos normativos que todavía no han sido aprobados pero que previsiblemente verán la luz en 2019. Entre ellos, cabe citar el ya mencionado proyecto para el **establecimiento de un *sandbox* regulatorio** para facilitar la innovación en los servicios financieros y la implementación de un **impuesto sobre las transacciones financieras**, así como los relacionados con otras normas relevantes del derecho de la Unión Europea cuyo inicio de aplicación o vencimiento del plazo de incorporación al ordenamiento interno tiene lugar en 2019, entre los que destacan la **Directiva sobre derechos de los accionistas**⁶, el **Reglamento de titulización**⁷ y el nuevo **Reglamento de folletos**⁸.

Del mismo modo, se ha colaborado con la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional en un **proyecto de reglamento relativo a la promoción del uso de los mercados pyme en expansión**, que modificaría determinados aspectos del

6 Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas.

7 Reglamento (UE) 2017/2402 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de diciembre de 2017, por el que se establece un marco general para la titulización y se crea un marco específico para la titulización simple, transparente y normalizada, y por el que se modifican las Directivas 2009/65/CE, 2009/138/CE y 2011/61/UE y los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009 y (UE) n.º 648/2012.

8 Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE.

Reglamento sobre abuso de mercado y el nuevo Reglamento de folletos, con objeto de desarrollar un marco regulatorio proporcionado que facilite el acceso a la financiación por parte de las pequeñas y medianas empresas.

Adicionalmente, en 2018 se han recibido más de un centenar de solicitudes de información procedentes del Ministerio de Economía y Empresa, de las cuales aproximadamente un tercio corresponden a iniciativas y preguntas parlamentarias sobre diversos asuntos relacionados con las funciones desarrolladas por la CNMV.

10.4 Medidas de desempeño y actividad de la CNMV (Key Performance Indicators)

La voluntad de ofrecer la mayor calidad posible en el servicio prestado tanto a los inversores como a los participantes del mercado es uno de los principios que viene guiando la actuación de la CNMV. En este sentido, entre los objetivos marcados para el año 2018 en el ámbito de las mejoras en el funcionamiento de la institución, se propuso la definición de una serie de indicadores de rendimiento (*Key Performance Indicators*, KPI) —también conocidos como medidores de desempeño—, para evaluar la actividad y el rendimiento de la CNMV, así como comparar periódicamente los resultados obtenidos con los objetivos fijados, lo que permite mejorar la eficiencia de los procesos de la institución.

Durante el año 2018 se ha trabajado en la definición de un primer conjunto de indicadores de rendimiento que se exponen a continuación, junto con una serie de datos que reflejan el nivel de actividad de la institución.

En los ejercicios sucesivos la CNMV continuará trabajando en el desarrollo de estos indicadores de rendimiento y actividad y otros nuevos que sirvan para evaluar y mejorar el desempeño de la institución.

Indicadores de rendimiento

CUADRO 10.4.1

Ámbitos	Indicador
Autorización e inscripción de FI	105 expedientes
Plazo medio total ¹	1,2 meses ²
Autorización de prestadores de servicios (SGIIC, SGEIC, ESI y PFP)	48 expedientes
Plazo medio desde la última documentación ³	0,8 meses ⁴
Plazo medio total desde el momento de la solicitud inicial ⁵	8 meses
Correspondiendo:	
Al promotor	3,1 meses
A la CNMV	3,8 meses
A trámites de información de otras autoridades	1,2 meses
Emissiones de renta fija para mayoristas⁶	256 expedientes
Porcentaje procesadas en plazo	96,9
Porcentaje de comunicaciones de consejeros, autocartera y accionistas significativos recibidas con demora ⁷	17,5
Reclamaciones de inversores	1.018
Porcentaje de reclamaciones concluidas en el año respecto de las presentadas ese año y las pendientes del año anterior	84,2
Plazo medio de resolución de reclamaciones	75 días
Consultas de inversores	10.772
Plazo medio de contestación a consultas	21 días
Expedientes sancionadores	
Plazo medio en la tramitación de expediente sancionador	180 días naturales
Plazo medio en la tramitación de solicitudes de colaboración con los tribunales:	
Remisión a D.G. competente	4 días naturales
Remisión final al tribunal	15 días naturales
Requerimientos de colaboración internacional	251
Plazo medio de contestación	40 días

Fuente: CNMV. (1) El plazo máximo legal es de dos meses desde la recepción de la solicitud o desde el momento en que se complete la documentación exigible. (2) El dato reflejado es el plazo total desde la solicitud inicial, si bien lo habitual en la inmensa mayoría de los casos es que resulte necesario completar la documentación inicialmente aportada. (3) Según el tipo de entidad el plazo máximo legal es de 3 o 6 meses desde la solicitud o desde el momento en que se complete la documentación exigible. (4) El dato reflejado es el plazo transcurrido desde el momento en que se completa la documentación hasta la fecha de la resolución del expediente. (5) El desglose refleja los plazos consumidos por el promotor para completar la documentación requerida, y por la CNMV para su análisis y para la obtención de informes preceptivos (de otros supervisores o del SEPBLAC). (6) Incluye esencialmente tres fases: 3 días desde la recepción de la solicitud para remitir los primeros comentarios, 2 días para la remisión de comentarios a las modificaciones derivadas de los primeros si los hubiera y 3 días para la admisión de los valores desde que la información está completa. En todo caso, dada la naturaleza habitual de las operaciones, la mayor parte de las mismas no requiere comentarios por lo que se realizan en su integridad en 3 días o menos. (7) Es objetivo de la CNMV reducir mediante sus actuaciones este plazo de demora.

Indicadores de actividad

CUADRO 10.4.2

**CNMV: Aspectos
organizativos, económicos
e institucionales
Estrategia de la CNMV**

Ámbitos	Indicador
Instituciones de inversión colectiva/entidades de capital riesgo	
Número de requerimientos	
Por información fuera de plazo	511
Solicitudes de información	121
Medidas correctoras o recomendaciones	610
Otras comunicaciones	79
Número de actuaciones (incluidas inspecciones)	218 (de las que 14 son inspecciones)
Empresas de servicios de inversión/entidades de crédito	
Número de requerimientos	
Por solicitud fuera de plazo	161
Solicitudes de información	437
Medidas correctoras o recomendaciones	120
Otras comunicaciones	147
Número de actuaciones (incluidas inspecciones)	300 (de las que 12 son inspecciones)
Información financiera y contable	
Porcentaje de acciones correctoras (desgloses adicionales, corrección en futuros ejercicios, reexpresiones o reformulaciones) sobre el número de informes financieros anuales revisados sustantivamente (de modo global)	38,5
Infracciones	
Número de comunicaciones de posibles infracciones (comunicaciones que pueden ser anónimas)	525 ¹
Incluyendo elementos fácticos susceptibles de constituir posibles infracciones	316
Sin elementos fácticos suficientes	209
Expedientes sancionadores	
Número de expedientes sancionadores:	
Abiertos	21
Concluidos	23
Multas	39
Publicaciones periódicas	14
Informe Anual	1
Boletín Trimestral	4
Nota de Estabilidad Financiera	4
Memoria anual de reclamaciones y consultas	1
Informe Anual de Gobierno Corporativo (IAGC)	1
Informe supervisión cuentas anuales	1
Informe Anual sobre remuneraciones de consejeros (IARC)	1
Plan de Actividades	1
Artículos descriptivos o de investigación en materias de interés para la CNMV	12
Contenidos en el Boletín Trimestral	11
Documentos de Trabajo	1
Seminarios	13
Internos	4
Abiertos	9

Indicadores de actividad (continuación)

CUADRO 10.4.2

Ámbitos	Indicador
Publicaciones estadísticas	
Estadísticas del mercado primario de valores	4
Estadísticas de colocaciones de programas de pagarés registrados en la CNMV	4
Estadísticas sobre la información económica y financiera de los fondos de titulización	4
Estadísticas sobre los fondos de titulización de activos	12
Estadísticas sobre instituciones de inversión colectiva	4
Estadísticas sobre empresas de servicios de inversión	12
Estadísticas de gobierno corporativo de sociedades cotizadas	1
Estadísticas de remuneración de los consejeros de sociedades cotizadas	1
Anexo estadístico del boletín trimestral	4
Anexo estadístico del Informe Anual	1
Series públicas actualizadas	30.558
Relaciones institucionales	
Número de solicitudes del Ministerio de Economía tramitadas: iniciativas y preguntas parlamentarias, conformidades internas, otros informes	116
Número de proyectos normativos en los que se ha asesorado en cumplimiento de la función recogida en el artículo 17.3 de la Ley del Mercado de Valores	16
Número de intervenciones y comparecencias del presidente y de la vicepresidenta	66
Presidente	44
Vicepresidenta	20
Consejeros	2
Número de consultas recibidas a través del Portal Fintech	128
Número de informes remitidos al Comité Consultivo para su valoración	25
Educación financiera	
Programa de Educación Financiera en centros educativos	
Número de centros que lo imparten	762
Número de docentes	885
Número de alumnos	26.772
Red de colaboradores del Programa de Educación Financiera: número de acuerdos de colaboración alcanzados	33
Día de la Educación Financiera: número de eventos y actividades realizadas y coordinadas para ese día	129
Publicaciones en web y en redes sociales	
Posts colgados	35
Facebook	50
Twitter	167
Sección del inversor	8
Número de correos electrónicos	72.000
Registro General	
Entradas	145.825
Registro de entrada en papel	14.632
Registro de entrada electrónico	130.614
Registros electrónicos recibidos por el sistema de intercambio registral SIR	579

Indicadores de actividad (continuación)

CUADRO 10.4.2

**CNMV: Aspectos
organizativos, económicos
e institucionales**
Estrategia de la CNMV

Ámbitos	Indicador
Salidas	163.180
Registro de salida en papel	24.157
Registro de salida electrónico	139.023
Gestión económica	
Número de liquidaciones de tasas emitidas	23.133
Número de facturas de proveedores	2.392
Actividad internacional	
Número de actuaciones de colaboración internacional	251
Enviadas	93
Recibidas	158
Número de técnicos asistiendo a reuniones internacionales	91
Asistencia a reuniones internacionales	401
ESMA	212
IOSCO	52
Unión Europea	57
Colegios	12
Otros foros	68
Asistencia de personal a cursos	27

Fuente: CNMV. (1) En esta cifra no se incluyen aquellas comunicaciones que representan una utilización inadecuada del canal, en concreto 41 comunicaciones que realmente eran reclamaciones, 104 cuya naturaleza era la de consulta y 34 cuyo contenido quedaba fuera del ámbito de competencias de la CNMV.

11 Organización

11.1 Recursos humanos y organización

Evolución de la plantilla y procesos de selección de personal

A finales de 2018 la CNMV contaba con una plantilla de 446 empleados (la cifra más alta de los últimos 5 años). Durante el ejercicio se produjeron 45 altas y 21 bajas. En los cuadros 11.1.1 y 11.1.2 se muestra la distribución del personal de la CNMV por categorías profesionales y por departamentos.

Plantilla de la CNMV: composición por categorías profesionales

CUADRO 11.1.1

Número de empleados a fin de cada ejercicio

	2017			2018		
	Total	Hombres	Mujeres	Total	Hombres	Mujeres
Personal de servicios	8	8	–	8	8	–
Administrativos y operadores informáticos	62	12	50	59	11	48
Técnicos	327	148	179	354	165	189
Dirección	25	17	8	25	17	8
Total	422	185	237	446	201	245

Fuente: CNMV.

Como resultado de la Oferta de Empleo Público del año 2017, autorizada para la cobertura de un total de 40 plazas, se realizaron 2 procesos de selección durante el primer semestre del año para cubrir 33 plazas de técnicos para varias direcciones y departamentos de la CNMV, y 3 plazas en el Departamento de Sistemas de Información. Los candidatos seleccionados se incorporaron en el último trimestre del año 2018. Con el objetivo de promover y facilitar la movilidad interna, las plazas señaladas se ofrecieron con carácter previo dentro la organización.

Además, dentro de dicha Oferta de Empleo Público, en el segundo semestre del año se iniciaron tres procesos de selección para cubrir plazas de técnicos en diferentes departamentos: una plaza para el Departamento de Informes Financieros y Corporativos, una plaza para Régimen Interno-Secretaría General y dos plazas para Recursos Humanos-Secretaría General. Tanto los procesos de selección como la incorporación de candidatos se llevarán a cabo durante 2019.

En el segundo trimestre del año se autorizó la cobertura de dos puestos de técnicos, con carácter interino hasta su cobertura definitiva, para prestar servicios en la Subdirección de Recursos Humanos. Los candidatos seleccionados se incorporaron en último trimestre del año 2018.

Por otra parte, en 2018 se autorizó la cobertura de dos plazas de técnicos en la Subdirección de Recursos Humanos con personal procedente de departamentos u organismos públicos del sector público estatal en el que esté incluida la entidad. El proceso de selección y la incorporación de candidatas finalizó en el primer trimestre de 2019.

En el último trimestre de 2018 se inició también el proceso de selección para cubrir dos plazas de personal laboral temporal para la realización de proyectos de investigación en el Departamento de Estudios y Estadísticas. El proceso de selección finalizó en el primer trimestre de 2019 y la incorporación de candidatas se realizará en el segundo trimestre.

Distribución del personal por departamentos

CUADRO 11.1.2

Número de empleados a fin de cada ejercicio

	2017			2018		
	Total	Hombres	Mujeres	Total	Hombres	Mujeres
Direcciones generales	327	139	188	348	139	188
Entidades	120	50	70	130	57	73
Mercados	110	51	59	122	57	65
Servicio jurídico	50	20	30	44	18	26
Política estratégica y asuntos internacionales	47	18	29	52	21	31
Departamentos	78	42	36	86	45	41
Presidencia, Vicepresidencia y Consejo	17	4	13	12	3	9
Total	422	185	237	446	201	245

Fuente: CNMV.

Acciones formativas

En el marco de su programa de formación, la CNMV puso en marcha durante 2018 diversas iniciativas, entre las que cabe destacar las siguientes:

- Acciones formativas técnicas, desarrolladas e impartidas en colaboración con diferentes escuelas y centros de formación especializados. Se impartieron un total de 5.083 horas de formación (57% de la formación total impartida), en las que participó el 63% de la plantilla.
- Acciones formativas técnicas impartidas internamente, en las que participó un 60% de la plantilla. Se impartieron un total de 2.727 horas.
- Acciones formativas internacionales, planificadas e impartidas por ESMA, en las que participaron 16 empleados de la CNMV.

El programa de formación supuso en 2018 un total de 61 acciones formativas y 8.857 horas de formación. El promedio de horas de formación por empleado fue de 21 horas y el 81% de la plantilla participó en alguna de las acciones formativas planificadas.

Asimismo, se ha continuado con el programa de formación técnica en modalidad *e-learning* desarrollado por ESMA, en el que participan 19 empleados de la CNMV.

Como en años anteriores, se puso en marcha una nueva edición del programa de idiomas, del que se benefició el 48% de la plantilla. Los participantes recibieron un total de 10.507 horas de formación, lo que supone un promedio de 25 horas por empleado. Dentro de dicho programa, con el objetivo de facilitar el perfeccionamiento del idioma (inglés, francés o alemán), se ofreció la posibilidad de realizar cursos de verano tanto en España como en un entorno nativo. En total, la participación en estos cursos de verano fue del 8% de la plantilla, con más de 1.300 horas de formación realizadas.

Otras iniciativas destacadas en el ámbito de los recursos humanos

Durante el año 2018, el número de empleados que ha participado en el programa de teletrabajo ha sido de 86.

Además, durante este ejercicio se han publicado tres números de la revista interna *Entre Nosotr@s* para la difusión de información en materia de recursos humanos entre los empleados de la CNMV.

En el último trimestre del año, se llevó a cabo el VII Concurso de Dibujo de la CNMV bajo la temática de «La Navidad». En esta nueva edición, el número de participantes fue de 119 hijos de empleados, con edades comprendidas 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

- El 30 de abril de 2018, Orden EIC/444/2018, se renovó el nombramiento como miembro del Consejo de la CNMV de don Juan Manuel Santos-Suárez Márquez.
- El pasado 24 de agosto, Orden ECE/898/2018, se nombró consejera del Consejo de la CNMV a doña María Dolores Beato Blanco.
- Tras las elecciones sindicales y constitución de un nuevo comité de empresa en 2018 se está negociando un convenio colectivo.

11.2 Sistemas de información

Introducción

Los sistemas de información de la CNMV se estructuran, de una manera general, teniendo en cuenta las funciones y los conjuntos de información que manejan en los siguientes cinco subsistemas: registro y supervisión de mercados primarios, supervisión de mercados secundarios, registro de entidades, supervisión de entidades y subsistema horizontal. El subsistema horizontal cubre servicios tales como: gestión interna, servicios jurídicos, administración electrónica, gestión documental, series estadísticas, seguimiento de proyectos, difusión de información y servicios externos.

En la actualidad, los desarrollos informáticos que se llevan a cabo dentro de los citados subsistemas surgen por modificaciones normativas, renovaciones tecnológicas y de seguridad, mejoras en los sistemas de seguimiento y control, o requerimiento de nuevas funcionalidades.

La difusión de información se realiza fundamentalmente a través de la web de la CNMV, en la que se pueden encontrar consultas a todos los registros públicos, comunicados y notas de prensa, legislación española y comunitaria referida al mercado de valores, así como información sobre la propia CNMV y una sección especial para inversores.

La información más demandada es la referida a los hechos relevantes de las sociedades emisoras, que se difunde tanto en tiempo real a través de la web como por correo electrónico (la información recibida se puede personalizar por tipo de hecho relevante o entidad concreta).

Infraestructura informática

La infraestructura de los sistemas de información de la CNMV, en cuanto a los elementos físicos y lógicos que le dan soporte, está configurada sobre redes de área local, con servidores generales de bases de datos, servidores de ficheros y aplicaciones, servidores de almacenamiento SAN y servidores especializados por servicios: web, intranet, cortafuegos, correo, File Transfer Protocol (FTP), almacenamiento de imágenes, ofimática, impresión, directorio activo, etc.

Todos los elementos lógicos utilizados en las infraestructuras, tanto centrales como de puesto de trabajo, son productos estándar en el mercado.

Esta infraestructura asegura flexibilidad y capacidad de adaptación a las necesidades de cada momento, por la rapidez en su adquisición e instalación. Además, garantiza —mediante redundancia— la continuidad en los servicios básicos y críticos tanto internos (aplicaciones corporativas) como externos (web, sede electrónica o difusión de los registros oficiales).

Las conexiones externas disponibles son de cuatro tipos: unión entre sedes y centro alternativo, conexión con los mercados supervisados, líneas de conexión a internet y conexión con difusores profesionales.

Desarrollo de sistemas

El desarrollo y la implantación de las aplicaciones se hace siempre bajo la dirección del personal del Departamento de Sistemas de Información de la CNMV. El apoyo externo se concreta en la disponibilidad de un grupo de programadores externos —bajo un contrato de servicios— y en la contratación de aplicaciones cerradas.

Todos los proyectos se ajustan a las sucesivas fases de su ciclo de vida: i) identificación de necesidades, ii) definición de requerimientos, iii) planteamiento de alternativas, iv) diseño funcional, v) diseño técnico, vi) construcción y vii) pruebas e implantación. El usuario del sistema debe intervenir activamente en las dos primeras fases y en las dos últimas.

Para la gestión se dispone de una herramienta propia de seguimiento de los diferentes proyectos y de una herramienta de gestión de incidencias.

Las aplicaciones más significativas de los cinco subsistemas son: i) registro y supervisión de mercados primarios (gestión de folletos de emisión y admisión, gestión de opas y seguimiento de colocaciones de pagarés); ii) supervisión de mercados secundarios (gestión de hechos relevantes, sistema avanzado de monitorización de mercados secundarios, supervisión de mercado en línea, suspensiones y exclusiones de los mercados, gestión de información de liquidación, y recepción y tratamiento de información del *transaction reporting*); iii) registro de entidades (expedientes de entidades y gestión de registros); iv) supervisión de entidades (recepción y tratamiento de estados periódicos, informes públicos periódicos de IIC y gestión de tareas de supervisión); v) subsistema horizontal (registro general de entrada y salida, gestión de tasas, expedientes sancionadores, gestión de reclamaciones, y quejas y consultas).

Administración electrónica

Desde sus orígenes, la CNMV está comprometida con la administración electrónica, uno de cuyos pilares fundamentales es la recepción de la información en soporte electrónico. Por esta razón, en 1998 la CNMV fue el primer organismo de la Administración española que implantó la firma electrónica en la recepción de documentos.

La entrada de información en los sistemas de la CNMV se realiza a través de diversos **canales**: i) registro de entrada: la gran mayoría de información se recibe en el registro electrónico, y la que se recibe en papel se escanea y se envía a los distintos departamentos en soporte magnético; ii) información de los mercados de valores: información en línea —para la supervisión de los mercados y sistemas electrónicos en tiempo real a través de monitores de comunicación que gestionan el caudal en línea— e información consolidada al final del día recibida en los ficheros diseñados para ello; iii) información de liquidación: recibida diariamente en los ficheros correspondientes; iv) información de otros reguladores; y v) otra información.

Se puede concluir que actualmente más del 95% de la información recibida en la CNMV está en soporte electrónico, lo que facilita en gran medida su almacenamiento y tratamiento de manera automática.

La **sede electrónica** de la CNMV¹ está a disposición de todas las personas físicas y jurídicas para relacionarse electrónicamente con este organismo y poder utilizar por esta vía su registro de entrada (con posibilidad de firmar la información a enviar). La sede está estructurada en cuatro apartados dirigidos a colectivos diferentes:

- i) **Zona *cifradoc***. Las entidades supervisadas pueden enviar información de más de 60 trámites para los que la CNMV les requiere información (estados financieros, folletos de IIC, operaciones realizadas, etc.). Todo envío de información ha de ser firmado electrónicamente por la persona o personas —si se requiere más de una firma— autorizadas ante la CNMV para ese trámite en concreto. Normalmente se utiliza para la firma un certificado de representante de persona jurídica. La CNMV es oficina de registro de la Fábrica Nacional de Moneda y Timbre, por lo que emite este tipo de certificados.

1 <https://sede.cnmv.gob.es/sedecnmv/sedeelectronica.aspx>

- ii) Zona abierta. Destinada a las personas físicas. Se pueden realizar los trámites siguientes: recurso administrativo; reclamaciones individuales, quejas y consultas; solicitud para participar en procesos de selección de personal; escrito complementario a un expediente en trámite; contestación a un requerimiento; notificación de participaciones significativas, de los consejeros y otros modelos sobre sociedades cotizadas; informe de auditores sobre la protección de activos de las ESI y entidades financieras; notificación de las operaciones de directivos y personas vinculadas; notificación de prácticas abusivas y órdenes u operaciones sospechosas; quejas y sugerencias sobre el servicio de la sede electrónica; y cualquier escrito, solicitud o comunicación dirigido a la CNMV. Todos los trámites requieren de firma electrónica con certificado de persona física, DNI o representante de persona jurídica.
- iii) Zona de inversores. Permite la presentación de reclamaciones, quejas y consultas. Se puede utilizar certificado electrónico o identificación con *@clave* o con usuario y contraseña.
- iv) Comunicaciones y notificaciones especiales. Para comunicaciones y notificaciones en las que, por sus especiales características, no es posible utilizar certificados electrónicos.

Para algunos tipos de trámites con gran volumen de datos la información se recibe a través de FTP en un servidor seguro y también debe llegar firmada. Este sistema permite la automatización de los envíos, si bien la firma han de realizarla las personas por sus propios medios.

Cada trámite realizado a través de cualquiera de los apartados de la sede electrónica tiene su correspondiente número de registro electrónico de entrada y acuse de recibo —enviado al correo electrónico indicado por el usuario.

Actividad anual

La Directiva MiFID II amplió considerablemente la información que los reguladores deben recibir de los intervinientes en los mercados de valores referida a las operaciones que realizan.

Este incremento del volumen de información a recibir obligó a acometer un proyecto de ampliación del espacio disponible en los sistemas de la CNMV. Este proyecto comenzó en 2017 y finalizó en 2018 con la instalación de los nuevos subsistemas de almacenamiento, la ampliación de la red SAN y los nuevos sistemas de *backup*, elementos auxiliares y servicios conexos, para dotar a los sistemas informáticos de la CNMV de una mayor capacidad, facilidad de manejo y velocidad de proceso.

Se procedió a la completa modernización de la instalación que da cobertura a la red wifi corporativa para ampliar su capacidad de conexión y sus prestaciones. Se instalaron nuevos equipos en el edificio principal, en la sede de Barcelona y en las instalaciones que la CNMV tiene disponibles en su centro alternativo. También se amplió la capacidad de la línea de conexión para obtener una mayor velocidad de transmisión. Actualmente el sistema de wifi tiene dos entornos diferenciados: uno para el personal de la CNMV y otro disponible para las personas que acceden a los edificios de manera provisional.

Se continuó con la renovación de las aplicaciones obsoletas y con el desarrollo de otras nuevas para dar soporte a las normas publicadas y a los procesos necesarios para cumplir con las funciones que la CNMV tiene encomendadas.

Entre los **módulos** y las **aplicaciones** desarrollados durante el año destacan los siguientes:

- i) Desarrollo e implantación de funcionalidades relacionadas con los proyectos internacionales impulsados por ESMA para el desarrollo de la Directiva MiFID II —principalmente, el proyecto FIRDS (Financial Instruments Reference Data System) y el proyecto sobre TR (*transaction reporting*)—. En el proyecto FIRDS se desarrollaron las siguientes funcionalidades: recepción, control y almacenamiento de los datos recibidos de los diferentes mercados y centros de negociación; gestión interna de control de la información recibida y verificación de su calidad; envío de información a ESMA; y descarga diaria de la información consolidada proporcionada por ESMA que utilizar en el TR. El proyecto TR existía ya con anterioridad a la entrada en vigor de la Directiva MiFID II, pero las modificaciones introducidas por esta normativa han sido de tal envergadura que se ha tenido que recomenzar el proyecto casi desde el principio. Una de las novedades introducidas ha sido la obligación de que todos los países utilicen el mismo esquema de fichero para recibir y enviar transacciones, así como la gran cantidad de validaciones a realizar antes de admitir la información recibida. Las principales funcionalidades desarrolladas a lo largo de 2018 han sido: la gestión interna del control de la información recibida y la verificación de su calidad; el envío de transacciones a las diferentes autoridades de los países miembros de la Unión Europea a través de ESMA; y la recepción desde ESMA de la información proporcionada por reguladores de otros países miembros.
- ii) Nueva versión del folleto de IIC. La nueva normativa europea y española ha modificado el contenido del folleto de las IIC —que se recibe de manera electrónica desde hace más de 10 años—. Por esta razón se han realizado una serie de modificaciones que han afectado a los siguientes procesos: la aplicación que se pone a disposición de las gestoras e IIC para la generación del fichero a remitir; la validación e incorporación de los datos del folleto; la generación del documento final del folleto; el proceso de verificación de los cambios en las diferentes versiones del folleto; y la generación de oficio del folleto por cambios en los registros de las entidades.
- iii) Nuevo sistema para la gestión del registro de empresas de servicios de inversión. Debido a la renovación tecnológica se ha sustituido la aplicación de gestión del registro por una completamente nueva que, además de las antiguas funcionalidades, incorpora algunas nuevas y mejora la interfaz de usuario para una mayor facilidad de uso.
- iv) Tratamiento de la información recibida de BME Clearing. Esta entidad ha comenzado en 2018 a enviar información de su actividad a la CNMV, lo que conlleva tanto la recepción, validación e incorporación de la información recibida, como la gestión de las consultas sobre dicha información.
- v) Servicio de comunicación de infracciones. Toda persona que conozca la posible o efectiva comisión de infracciones relacionadas con las normas de ordenación y disciplina de los mercados de valores, y desee informar de ello de

manera confidencial, puede contactar con la CNMV. Para la gestión de esta información se han realizado los procesos siguientes: una página web para recoger la información, un proceso de descarga de comunicaciones telefónicas grabadas y una aplicación de gestión interna.

- vi) Nuevos trámites en la sede electrónica para el cumplimiento de normativas europeas que permiten enviar informes de posición de bienes derivados, solicitudes de exención de límites de posiciones y notificaciones de las operaciones de directivos y personas vinculadas.

Continúa aumentando la utilización de la vía electrónica frente al papel en los **registros de entrada y salida** de la CNMV. Como se observa en el cuadro 11.2.1, el 90% de los documentos recibidos y el 85% de los enviados han tenido soporte electrónico. Un volumen importante de los registros de entrada y salida en papel corresponden a las reclamaciones, consultas y quejas que presentan las personas físicas que no están obligadas a la presentación en soporte electrónico. Cuando una persona presenta en papel documentación para una reclamación, consulta o queja, la CNMV responde también en papel.

Entrada y salida de documentos de la CNMV

CUADRO 11.2.1

	2017		2018	
	Número	%	Número	%
Entrada				
Total	136.913	100	145.825	100
Electrónicos	119.180	87	130.612	90
Papel	17.733	13	15.213	10
Salida				
Total	146.550	100	163.180	100
Electrónicos	123.438	84	138.722	85
Papel	23.112	16	24.458	15

Fuente: CNMV.

El grueso de la financiación de la CNMV proviene de las tasas que recauda de las entidades supervisadas, según los conceptos y tarifas que se establecen en la Ley 16/2014, de 30 de septiembre, por la que se regulan las tasas de la CNMV. Durante el ejercicio 2018, la recaudación por tasas experimentó un aumento del 2,9%, motivado fundamentalmente por el incremento en las tasas por autorización e inscripción de entidades y por supervisión de instituciones de inversión colectiva extranjeras. También aumentaron, aunque en menor medida, los gastos ordinarios, con un incremento en su principal componente: los gastos de personal. La CNMV generó un excedente de 21,0 millones de euros, lo que supone un aumento del 1,1% respecto del año anterior.

12.1 Ingresos y gastos

La CNMV obtuvo en 2018 unos ingresos totales de 65,3 millones de euros e incurrió en unos gastos de 44,3 millones, con lo que el excedente del ejercicio fue de 21,0 millones de euros.

El resultado de la gestión ordinaria ascendió a 19,4 millones. Los ingresos ordinarios, que proceden en su mayor parte del cobro de tasas, alcanzaron un importe de 63,4 millones de euros, un 2,6% más que en el ejercicio 2017.

Los gastos de gestión ordinaria supusieron 43,9 millones de euros y se incrementaron un 2,9% respecto del ejercicio anterior. Los correspondientes a personal, que representaron el 70,5% del total de gastos ordinarios, aumentaron un 4,0% con motivo, en gran medida, del incremento retributivo establecido en la Ley 6/2018, de 3 de julio, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2018 y la incorporación al organismo de nuevos efectivos según lo aprobado en la oferta de empleo público.

El resto de gastos de gestión ordinaria aumentó un 0,3% respecto de 2017. Dicho incremento se centró en los epígrafes de transferencias y subvenciones concedidas, tributos y amortización del inmovilizado, y se compensó en parte con un descenso de la partida de suministros y servicios exteriores.

Las transferencias y subvenciones concedidas crecieron un 7,2% como consecuencia del aumento de la cuota anual que la CNMV debe aportar como miembro de ESMA, y la partida de tributos —que recoge principalmente el importe del impuesto sobre bienes inmuebles relativo al edificio sede del organismo— refleja un incremento del 5,4%. El gasto en amortizaciones aumenta un 2,0%, al haberse incrementado el valor amortizable del inmovilizado material (equipos para procesos de información, tras la adquisición de nuevos elementos de almacenamiento de datos). La partida de suministros y servicios exteriores, que se cifró en 8,3 millones de euros, registra un descenso del 1,8%.

El resultado de las operaciones financieras refleja un saldo de 1,5 millones de euros.

Con fecha 24 de agosto de 2018, el Gobierno, a propuesta de la CNMV, acordó la distribución del resultado obtenido en el ejercicio 2017, estableciendo el ingreso al Tesoro Público de su totalidad, cuyo importe asciende a 20.741.431,70 euros.

12.2 Estructura de tasas

Como se aprecia en el cuadro 13.2.1, que refleja los tipos de tasas establecidas para los diferentes servicios que realiza la CNMV, los ingresos por tasas aumentaron en 2018 un 2,9% respecto del ejercicio anterior.

Este crecimiento se explica fundamentalmente por el incremento en lo recaudado por las tasas de autorización e inscripción de entidades (22,3%) y por las de supervisión de IIC extranjeras (19,7%).

Ingresos por tasas en la CNMV

CUADRO 12.2.1

Actividad o servicio	2017	2018	% var. 18/17
Inscripción de folletos y entidades	9.274,4	9.531,3	2,8
Inscripción de folletos	4.365,5	3.334,5	-23,6
Folletos de emisión	309,6	273,9	-11,5
Folletos de admisión	4.056,0	3.060,7	-24,5
Fondos de titulización y fondos de activos bancarios	74,1	31,2	-57,9
Autorización e inscripción de entidades	4.267,2	5.217,2	22,3
Autorización de opas	567,6	948,4	67,1
Supervisión de mercados	20.921,5	21.031,2	0,5
Actividad de miembros de bolsas y SMN	7.896,9	6.954,7	-11,9
Actividad de miembros de MEFF	152,2	161,4	6,0
Actividad de participantes en Sociedad de Sistemas	4.992,9	4.823,9	-3,4
Actividad de miembros compensadores de ECC	255,6	1.698,4	564,5
Actividad de rectoras de mercados	1.434,2	1.441,4	0,5
Actividad de entidades emisoras cotizadas	6.189,8	5.951,4	-3,9
Supervisión de entidades	30.063,0	31.472,3	4,7
Supervisión solvencia IIC	12.808,5	12.804,8	0,0
Supervisión solvencia sociedades gestoras de IIC y FT	142,2	157,5	10,7
Sociedades gestoras de IIC	126,2	142,5	12,9
Sociedades gestoras de fondos de titulización	16,0	15,0	-6,5
Supervisión solvencia ESI	492,2	491,7	-0,1
Supervisión solvencia capital riesgo	447,0	464,6	3,9
Sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado	83,8	89,8	7,1
Entidades de inversión colectiva de tipo cerrado	363,1	374,8	3,2
Supervisión actividad entidades depositarias de IIC y ECR	2.977,7	3.041,8	2,2
Supervisión normas de conducta de ESI, EC y SGIC	8.782,4	9.229,5	5,1
Comercialización IIC extranjeras	4.413,0	5.282,3	19,7
Expedición de certificados	25,2	21,0	-16,5
Total	60.284,1	62.055,9	2,9

Fuente: CNMV.

13 Agencia Nacional de Codificación de Valores

La CNMV ejerce las funciones de Agencia Nacional de Codificación de Valores (ANCV) en España, cuyo objetivo principal es asignar y gestionar los códigos internacionales de identificación de valores (ISIN)¹ y de clasificación de instrumentos financieros (CFI)², facilitando su difusión y utilización entre los usuarios. Igualmente se ocupa de asignar el nombre corto del instrumento financiero (FISN)³. En nuestro país el ISIN se utiliza como primer identificador en los procesos de contratación, compensación y liquidación de valores. En su papel de ANVC, la CNMV es socio fundador y miembro de pleno derecho de la Asociación Internacional de Agencias Nacionales de Codificación (ANNA, por sus siglas en inglés), que a finales de 2018 ha alcanzado la cantidad de 91 países miembros de pleno derecho y 24 asociados.

Dentro de su actividad internacional, la ANCV participa de forma activa en varios grupos de trabajo internacionales y órganos de gestión relacionados con su actividad, como el WG2: ISIN Quality and Guidelines, perteneciente a ANNA, compuesto por representantes de varias agencias nacionales y encargado de la elaboración y mantenimiento de normas y criterios uniformes de asignación de los códigos ISIN a nivel internacional, así como de los códigos CFI y FISN. Como consecuencia del proyecto ISIN-LEI, que se está llevando a cabo a través de un acuerdo entre ANNA y GLEIF, la ANCV también participa en el reciente WG6, que tiene encomendada la tarea de establecer criterios y solucionar las incidencias que pudieran aparecer en la conexión de los ISIN de un emisor con su código LEI. La ANCV también contribuye a la elaboración y revisión de estándares ISO, como los mencionados anteriormente, y que están encuadrados en el Subcomité Técnico 8 (SC8)⁴.

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 2018 fue de 50.869, lo que supuso un considerable aumento con relación a 2017 (véase cuadro 13.1.1). Este aumento es consecuencia de la mayor solicitud de códigos ISIN por parte de la industria a raíz de las obligaciones de reporte del FIRDS⁵ para los derivados. En el mes de julio de 2017 se empezó a asignar un ISIN a opciones y futuros desde la primera orden recibida sobre el instrumento, lo que ha generado un incremento debido principalmente a la actividad de los creadores de mercado.

La renta variable experimentó un crecimiento del 20,68% en el número de emisiones, debido al mayor número de códigos asignados a IIC y ECR. Por su parte, la

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 SC8 es responsable de los estándares de datos de referencia para servicios financieros y está encuadrado dentro del Comité Técnico 68 de ISO.

5 Artículo 4 del MAR y 27 del MiFIR, sobre datos de referencia de los instrumentos.

codificación de la renta fija disminuyó un 3,97%. En el apartado de deuda pública las emisiones codificadas fueron un 38,55% inferiores a las del año anterior. En la renta fija privada el número de emisiones de bonos nuevas codificadas experimentó un ascenso del 21,43%, mientras que la codificación de emisiones de obligaciones disminuyó un 16,67%. Las emisiones de cédulas sufrieron un descenso del 10,34%, mientras que las codificaciones de bonos de titulización disminuyeron considerablemente (43,48%). Se aprecia un ligero aumento en las emisiones de derechos (14,70%), así como una disminución en las de *warrants* (10,64%) y una reducción del número de emisiones de productos estructurados.

Emisiones codificadas por la ANCV en 2017 y 2018

CUADRO 13.1.1

	2017	2018	% var. 18/17
Renta variable	532	642	20,68
Acciones	140	141	0,71
IIC y FCR	392	501	27,81
Renta fija	680	653	-3,97
Deuda pública	83	51	-38,55
Letras y pagarés	12	12	0,00
Bonos y obligaciones	71	39	-45,07
Renta fija privada	580	602	3,79
Pagarés	467	505	8,14
Bonos	14	17	21,43
Obligaciones	18	15	-16,67
Cédulas	29	26	-10,34
Bonos titulización	69	39	-43,48
Valores de financiación Tier 1 adicional	1	4	300,00
Productos estructurados	254	191	-24,80
Derechos	34	39	14,70
Warrants y certificados	2.171	1.940	-10,64
Opciones	34.332	46.178	34,50
Futuros	906	932	2,87
Swaps	371	290	-21,83
Total	39.281	50.869	29,50

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 31.376. Los valores e instrumentos financieros cotizados representaban el 78% del total.

Por lo que respecta a las consultas atendidas por la ANCV, su número total fue de 338, lo que ha representado una disminución del 26% respecto a la cifra de 2017. Las consultas sobre códigos nacionales, que supusieron un 89% del total, disminuyeron un 29% respecto a las atendidas en el año anterior. Por su parte, las consultas sobre códigos extranjeros experimentaron un incremento del 5%.

Consultas atendidas por la ANCV

CUADRO 13.1.2

	2017	2018	% var. 18/17
Consultas sobre códigos nacionales	424	300	-29
Consultas sobre códigos extranjeros	36	38	5
Total consultas	460	338	-26

Fuente: CNMV.

CNMV: Aspectos
organizativos, económicos
e institucionales
Agencia Nacional de
Codificación de Valores

El Comité Consultivo es el órgano de asesoramiento del Consejo de la CNMV. Sus funciones y composición están contempladas en los artículos 30 y 31 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (TRLMV) 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 la vicepresidenta 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, del fondo 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. El nombramiento de dichos representantes se aprobó por la Resolución de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de 4 de marzo de 2016. El Comité debe reunirse preceptivamente al menos una vez cada tres meses, aunque en la práctica suelen celebrarse sesiones mensuales.

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 es preceptivo en relación con: i) las disposiciones de la CNMV a las que hace referencia el artículo 21 del TRLMV (circulares y guías técnicas); ii) la autorización, la revocación y las operaciones societarias de las empresas de servicios de inversión; y iii) la autorización y revocación de las sucursales de empresas de servicios de inversión de países no miembros de la Unión Europea, y los restantes sujetos del mercado de valores, cuando así se establezca reglamentariamente, teniendo en cuenta la relevancia económica y jurídica de tales sujetos. Adicionalmente, el Comité Consultivo informa de los proyectos de disposiciones de carácter general sobre materias relacionadas con el mercado de valores que le remiten tanto el Gobierno como el Ministerio de Economía y Empresa.

Adicionalmente, como consecuencia del intenso proceso de integración internacional al que está sometida la actividad de la CNMV, en el orden del día del Comité también se incluyen con carácter voluntario consultas de organismos internacionales como IOSCO, ESMA o la Comisión Europea, además de otras iniciativas promovidas por la CNMV o por el propio Comité. Asimismo, desde el año 2012 el Comité analiza muchas de las recomendaciones y los estándares emitidos por ESMA con carácter previo a su aplicación en España. De esta forma, se logra una mayor participación del sector, de acuerdo con las recomendaciones internacionales de análisis del impacto de la normativa.

Actuaciones del Comité Consultivo durante 2018

El cuadro 14.1.1 ofrece un resumen estadístico de los expedientes tratados por el Comité Consultivo en 2018, en el que se aprecia que el número de informes

preceptivos se ha mantenido prácticamente estable respecto al año anterior. Durante este ejercicio, la CNMV aplicó su política de publicar guías técnicas y criterios con el fin de incrementar la transparencia sobre sus pautas de actuación y facilitar el cumplimiento de la regulación por parte de los supervisados, sobre todo teniendo en cuenta la entrada en vigor de normativa nueva como MiFID II/MiFIR o MAD/MAR. Por otro lado, el número de consultas voluntarias ha aumentado considerablemente, ya que se mantuvo la importancia de la actividad internacional, así como la 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 14.1.1

	N.º de asuntos	
	2017	2018
Informes preceptivos de normas	11	10
Consultas voluntarias (IOSCO, ESMA y otros)	9	13
Total	20	23

Fuente: CNMV.

El cuadro 14.1.2 ofrece el desglose de los asuntos tratados.

Actuaciones del Comité Consultivo de la CNMV en 2018 CUADRO 14.1.2

Informes preceptivos sobre normas:

- Propuesta de Guía técnica sobre gestión de conflictos de interés en las operaciones vinculadas de las IIC y en otra operativa de las SGIIC (sesión de 15 de enero).
- Proyecto de Circular de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular 5/2013, de 12 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que establece los modelos de informe anual de gobierno corporativo 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, y la Circular 4/2013, de 12 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que establece los modelos de 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 (sesiones de 5 de marzo y 21 de mayo).
- Consulta pública previa sobre el proyecto de Orden Ministerial por la que se regula el préstamo de valores de las instituciones de inversión colectiva (sesión de 21 de mayo).
- Proyecto de Circular de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre información periódica de los emisores con valores admitidos a negociación en mercados regulados relativa a los informes financieros semestrales, las declaraciones intermedias de gestión y, en su caso, los informes financieros trimestrales (sesión de 21 de mayo).
- Proyecto de Ley de medidas para la transformación digital del sistema financiero (sesión de 12 de junio).
- Circular 4/2018, de 27 de septiembre, 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 (sesión de 16 de julio).
- Circular 1/2019, de 28 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores por la que se modifica la Circular 1/2009, de 4 de febrero, sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora, modificada parcialmente por la Circular 3/2011, de 9 de junio (sesión de 16 de julio).
- Anteproyecto de Ley de medidas para la transformación digital del sistema financiero (sesión de 10 de septiembre).
- Anteproyecto de Ley del impuesto sobre las transacciones financieras (sesión de 12 de noviembre).
- Propuesta de Guía técnica sobre comisiones de nombramientos y retribuciones (sesión de 10 de diciembre).

Consultas voluntarias (IOSCO, ESMA y otros):

International Organization of Securities Commissions (IOSCO)

- *Consultation report on good practices for Audit Committees in supporting audit quality* (sesión de 21 de mayo).
- *Consultation on draft guidelines on risk factors under the Prospectus Regulation* (sesión de 10 de septiembre).

European Securities and Markets Authority (ESMA)

- *Consultation paper. Draft regulatory technical standards under the new Prospectus Regulation* (sesión de 5 de marzo).
- *Call for evidence on periodic auctions for equity instruments* (sesión de 10 de diciembre).

European Central Bank (ECB)

- *First ECB public consultation on developing a euro unsecured overnight interest rate* (sesión de 11 de enero).
- *Second public consultation on the publication by the ECB of an unsecured overnight rate* (sesión de 16 de abril).
- *First public consultation by the working group on euro risk-free rates on the assessment of candidate euro risk-free rates* (sesión de 16 de julio).

Financial Stability Board (FSB)

- *Consultative document. Principles on bail-in execution* (sesión de 1 de febrero).

Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)

- Líneas estratégicas CNMV 2017-2018 y Plan de actividades de 2018 (sesión de 15 de enero).
- Consulta pública sobre la adopción por la CNMV de medidas de intervención en relación con las opciones binarias y los contratos financieros por diferencias (sesión de 10 de diciembre).

Comisión Europea (CE)

- *Legislative proposals on sustainable finance* (sesión de 12 de junio).
- *Sustainable Finance Initiative - Benchmarks L1: Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) 2016/1011 on low carbon benchmarks and positive carbon impact benchmarks* (sesión de 16 de julio).

Joint Committee of European Supervisory Authorities

- *Joint Consultation Paper concerning amendments to the PRIIPs KID. Draft amendments to Commission Delegated Regulation (EU) 2017/653 of 8 March 2017 on key information documents (KID) for packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs)* (sesión de 10 de diciembre).

Fuente: CNMV.

15 Cuentas de la CNMV

15.1 Balance de situación

Activo	Notas en memoria	Ejercicio 2018	Ejercicio 2017
A) Activo no corriente		128.393.389,59	123.797.911,95
I. Inmovilizado intangible	(7)	4.419.510,72	4.737.962,58
1. Inversión en investigación y desarrollo		1.261.825,65	1.168.298,52
3. Aplicaciones informáticas		3.157.685,07	3.569.664,06
II. Inmovilizado material	(5)	75.810.580,44	76.961.552,88
1. Terrenos		43.658.835,32	43.614.118,99
2. Construcciones		28.918.369,42	29.598.381,89
5. Otro inmovilizado material		3.233.375,70	3.749.052,00
IV. Inversiones financieras a largo plazo en entidades del grupo, multigrupo y asociadas	(9)	47.946.642,86	41.888.286,18
3. Créditos y valores representativos de deuda		47.946.642,86	41.888.286,18
V. Inversiones financieras a largo plazo	(9)	216.655,57	210.110,31
1. Inversiones financieras en patrimonio		935,36	935,36
2. Créditos y valores representativos de deuda		214.454,58	207.909,32
4. Otras inversiones financieras		1.265,63	1.265,63
B) Activo corriente		62.869.964,73	70.869.243,45
III. Deudores y otras cuentas a cobrar		40.685.823,60	32.370.332,85
1. Deudores por operaciones de gestión		35.749.249,98	31.340.159,53
2. Otras cuentas a cobrar		4.936.471,19	1.030.160,89
3. Administraciones públicas		102,43	12,43
IV. Inversiones financieras a corto plazo en entidades del grupo, multigrupo y asociadas	(9)	8.727.106,16	10.276.971,82
2. Créditos y valores representativos de deuda		8.727.106,16	10.276.971,82
V. Inversiones financieras a corto plazo	(9)	172.801,38	193.584,44
2. Créditos y valores representativos de deuda		172.801,38	193.584,44
VI. Ajustes por periodificación		337.845,86	192.800,17
VII. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes		12.946.387,73	27.835.554,17
2. Tesorería		12.946.387,73	27.835.554,17
TOTAL ACTIVO		191.263.354,32	194.667.155,40

Fuente: CNMV.

15.1 Balance de situación (continuación)

Patrimonio neto y pasivo	Notas en memoria	Ejercicio 2018	Ejercicio 2017
A) Patrimonio neto		186.606.725,69	187.248.677,40
I. Patrimonio aportado		5.385.871,28	5.385.871,28
II. Patrimonio generado		179.069.782,59	178.848.710,48
1. Resultados de ejercicios anteriores		10.428.334,09	10.428.334,09
2. Resultados del ejercicio		20.962.503,81	20.741.431,70
3. Reservas		147.678.944,69	147.678.944,69
III. Ajustes por cambio de valor		2.151.071,82	3.014.095,64
2. Activos financieros disponibles para la venta		2.151.071,82	3.014.095,64
B) Pasivo no corriente		1.045.222,88	900.410,96
I. Provisiones a largo plazo	(15)	1.045.222,88	900.410,96
C) Pasivo corriente		3.611.405,75	6.518.067,04
I. Provisiones a corto plazo	(15)	140.726,78	426.802,48
II. Deudas a corto plazo	(10)	6.952,81	1.233.462,25
4. Otras deudas		6.952,81	1.233.462,25
IV. Acreedores y otras cuentas a pagar		3.463.726,16	4.857.802,31
1. Acreedores por operaciones de gestión		1.273.335,05	1.327.759,86
2. Otras cuentas a pagar		767.712,01	2.259.256,74
3. Administraciones públicas		1.422.679,10	1.270.785,71
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO		191.263.354,32	194.667.155,40

Fuente: CNMV.

15.2 Cuenta del resultado económico-patrimonial

	Notas en memoria	Ejercicio 2018	Ejercicio 2017
1. Ingresos tributarios y cotizaciones sociales		62.055.850,07	60.284.143,47
b) Tasas		62.055.850,07	60.284.143,47
5. Trabajos realizados por la entidad para su inmovilizado	(7)	711.375,03	685.848,00
6. Otros ingresos de gestión ordinaria		49.627,01	33.566,34
7. Excesos de provisiones		552.358,48	771.700,94
A) TOTAL INGRESOS DE GESTIÓN ORDINARIA (1+2+3+4+5+6+7)		63.369.210,59	61.775.258,75
8. Gastos de personal		-30.958.804,25	-29.778.631,37
a) Sueldos, salarios y asimilados		-24.644.552,80	-23.672.692,10
b) Cargas sociales		-6.314.251,45	-6.105.939,27
9. Transferencias y subvenciones concedidas	(14)	-1.867.477,78	-1.742.245,31
11. Otros gastos de gestión ordinaria		-8.717.356,82	-8.844.408,22
a) Suministros y servicios exteriores		-8.255.211,78	-8.405.954,23
b) Tributos		-462.145,04	-438.453,99
12. Amortización del inmovilizado	(5), (7)	-2.378.411,26	-2.331.448,36
B) TOTAL DE GASTOS DE GESTIÓN ORDINARIA (8+9+10+11+12)		-43.922.050,11	-42.696.733,26
I. Resultado de la gestión ordinaria (A+B)		19.447.160,48	19.078.525,49
13. Deterioro de valor y resultados por enajenación del inmovilizado no financiero y activos en estado de venta	(5), (7)	59.662,94	29.105,81
a) Deterioro de valor		60.357,41	60.431,41
b) Bajas y enajenaciones		-694,47	-31.325,60
14. Otras partidas no ordinarias		-2.127,68	-58.696,36
b) Gastos		-2.127,68	-58.696,36
II. Resultado de las operaciones no financieras (I+13+14)		19.504.695,74	19.048.934,94
15. Ingresos financieros	(9)	1.661.093,30	1.757.866,03
b) De valores negociables y de créditos del activo inmovilizado		1.661.093,30	1.757.866,03
b.1) En entidades del grupo, multigrupo y asociadas		1.356.829,98	1.491.577,61
b.2) Otros		304.263,32	266.288,42
16. Gastos financieros		-26.432,04	-41.446,45
b) Otros		-26.432,04	-41.446,45
19. Diferencias de cambio		-3.965,71	-1.285,07
20. Deterioro de valor, bajas y enajenaciones de activos y pasivos financieros		-172.887,48	-22.637,75
b) Otros		-172.887,48	-22.637,75
III. Resultado de las operaciones financieras (15+16+17+18+19+20+21)		1.457.808,07	1.692.496,76
IV. Resultado neto del ejercicio (II+III)		20.962.503,81	20.741.431,70

15.3 Estado de flujos de efectivo

	Notas en memoria	Ejercicio 2018	Ejercicio 2017
I. FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE GESTIÓN			
A) Cobros		55.487.235,98	60.395.434,58
1. Ingresos tributarios y cotizaciones sociales		53.743.094,33	58.430.931,13
5. Intereses y dividendos cobrados		1.531.962,31	1.791.953,74
6. Otros cobros		212.179,34	172.549,71
B) Pagos		42.004.123,73	38.669.323,80
7. Gastos de personal		29.851.960,61	28.451.502,65
8. Transferencias y subvenciones concedidas		1.834.687,44	1.711.691,06
10. Otros gastos de gestión		8.618.476,63	8.255.894,40
13. Otros pagos		1.698.999,05	250.235,69
Flujos netos de efectivo por actividades de gestión (+A-B)		13.483.112,25	21.726.110,78
II. FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN			
C) Cobros		9.721.425,52	8.241.161,41
2. Venta de activos financieros		9.140.000,00	8.025.829,26
3. Otros cobros de actividades de inversión		581.425,52	215.332,15
D) Pagos		17.298.916,17	14.241.838,16
5. Compra de inversiones reales		2.073.937,60	1.062.188,22
6. Compra de activos financieros		14.617.108,20	12.939.970,25
7. Otros pagos de actividades de inversión		607.870,37	239.679,69
Flujos netos de efectivo por actividades de inversión (+C-D)		-7.577.490,65	-6.000.676,75
III. FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN			
F) Pagos a la entidad o entidades propietarias		20.741.431,70	36.636.514,51
2. Devolución de aportaciones y reparto de resultados a la entidad o entidades propietarias		20.741.431,70	36.636.514,51
Flujos netos de efectivo por actividades de financiación (+E-F+G-H)		-20.741.431,70	-36.636.514,51
IV. FLUJOS DE EFECTIVO PENDIENTES DE CLASIFICACIÓN			
I) Cobros pendientes de aplicación		36.093,64	1.469.353,35
J) Pagos pendientes de aplicación		85.509,52	51.782,23
Flujos netos de efectivo pendientes de clasificación (+I-J)		-49.415,88	1.417.571,12
V. EFECTO DE LAS VARIACIONES DE LOS TIPOS DE CAMBIO			
		-3.940,46	-176,22
VI. INCREMENTO/DISMINUCIÓN NETA DEL EFECTIVO Y ACTIVOS LÍQUIDOS EQUIVALENTES AL EFECTIVO (I+II+III+IV+V)			
		-14.889.166,44	-19.493.685,58
Efectivo y activos líquidos equivalentes al efectivo al inicio del ejercicio		27.835.554,17	47.329.239,75
Efectivo y activos líquidos equivalentes al efectivo al final del ejercicio		12.946.387,73	27.835.554,17

Fuente: CNMV.

15.4 Estado total de cambios en el patrimonio neto

	I.	II.	III.	IV.	
	Patrimonio	Patrimonio	Ajustes por cambios	Otros incrementos	Total
	aportado	generado	de valor	patrimoniales	
Notas en memoria					
A. Patrimonio neto al final del ejercicio N-1	5.385.871,28	178.848.710,48	3.014.095,64	0,00	187.248.677,40
B. Ajustes por cambios de criterios contables y corrección de errores	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
C. Patrimonio neto inicial ajustado del ejercicio N (A+B)	5.385.871,28	178.848.710,48	3.014.095,64	0,00	187.248.677,40
D. Variaciones del patrimonio neto del ejercicio N	0,00	221.072,11	-863.023,82	0,00	-641.951,71
1. Ingresos y gastos reconocidos en el ejercicio	0,00	20.962.503,81	-863.023,82	0,00	20.099.479,99
2. Operaciones con la entidad o entidades propietarias	0,00	-20.741.431,70	0,00	0,00	-20.741.431,70
3. Otras variaciones del patrimonio neto	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
E. Patrimonio neto al final del ejercicio N (C+D)	5.385.871,28	179.069.782,59	2.151.071,82	0,00	186.606.725,69

Fuente: CNMV.

Anexos

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta¹

I.1

Importes en millones de euros

	Número de emisores			Número de emisiones		
	2017	2018	Var. 18/17	2017	2018	Var. 18/17
Ampliaciones de capital con captación de recursos	35	30	-5	68	63	-5
Con derecho de suscripción preferente	8	10	2	8	10	2
Sin derecho de suscripción preferente (OPS) ²	3	2	-1	4	2	-2
De las cuales ampliación	1	0	-1	1	0	-1
Colocaciones aceleradas	3	2	-1	4	2	-2
Ampliación contrapartida no monetaria ³	8	7	-1	12	9	-3
Ampliaciones de capital por conversión	5	6	1	6	10	4
Otras	13	14	1	34	30	-4
Ampliaciones de capital liberadas	12	12	0	16	17	1
De las cuales dividendo elección	9	10	1	13	15	2
Total ampliaciones de capital	45	45	0	84	80	-4
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	4	1	-3	7	1	-6
De las cuales ampliación	3	0	-3	3	0	-3

Fuente: CNMV. (1) No incluye datos del MAB, ETF ni Latibex. (2) Oferta pública de suscripción. (3) Las ampliaciones de capital de contrapartida no monetaria se han contabilizado por su valor de mercado.

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta en 2018: importe efectivo

I.2

Importes en millones de euros

Emisor	Importe efectivo ¹	Tipo de operación	Fecha de registro
Montebalito, S.A.	3,0	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	02-ene-18
Bankia, S.A.	891,0	Ampliación de capital de contrapartida no monetaria	11-ene-18
Nyesa Valores Corporación, S.A.	1,1	Otras ampliaciones de capital	18-ene-18
Nyesa Valores Corporación, S.A.	124,4	Otras ampliaciones de capital	18-ene-18
Nyesa Valores Corporación, S.A.	10,3	Ampliación de capital de contrapartida no monetaria	18-ene-18
Nyesa Valores Corporación, S.A.	7,5	Otras ampliaciones de capital	18-ene-18
Nyesa Valores Corporación, S.A.	277,8	Ampliación de capital de contrapartida no monetaria	18-ene-18
Repsol, S.A.	439,9	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	18-ene-18
Metrovacesa, S.A.	733,7	Oferta pública de venta	19-ene-18
Promotora de Informaciones, S.A.	563,2	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	25-ene-18
Coca-Cola European Partners Plc	0,0	Otras ampliaciones de capital	30-ene-18

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta en 2018: importe efectivo (continuación)

1.2

Importes en millones de euros

Emisor	Importe efectivo ¹	Tipo de operación	Fecha de registro
Faes Farma, S.A.	23,9	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	30-ene-18
Iberdrola, S.A.	778,3	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	06-feb-18
Urbas Grupo Financiero, S.A.	4,7	Otras ampliaciones de capital	09-feb-18
Urbas Grupo Financiero, S.A.	1,1	Otras ampliaciones de capital	09-feb-18
ACS, Actividades de Construcción y Servicios, S.A.	94,1	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	15-feb-18
Sacyr, S.A.	26,6	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	22-feb-18
Natra, S.A.	1,6	Ampliación de capital por conversión	08-mar-18
Vértice Trescientos Sesenta Grados, S.A.	3,5	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	15-mar-18
Vértice Trescientos Sesenta Grados, S.A.	2,2	Otras ampliaciones de capital	15-mar-18
Amper, S.A.	5,0	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	20-mar-18
Nyasa Valores Corporación, S.A.	2,6	Otras ampliaciones de capital	27-mar-18
Dogi International Fabrics, S.A.	0,7	Otras ampliaciones de capital	17-abr-18
Coca-Cola European Partners Plc	0,0	Otras ampliaciones de capital	19-abr-18
Quabit Inmobiliaria, S.A.	63,0	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	24-abr-18
Grupo Ezentis, S.A.	3,0	Otras ampliaciones de capital	07-may-18
MásMóvil Ibercom, S.A.	10,0	Ampliación de capital por conversión	16-may-18
Liberbank, S.A.	6,3	Ampliación de capital por conversión	22-may-18
Airbus SE	112,3	Otras ampliaciones de capital	25-may-18
NH Hotel Group, S.A.	112,9	Ampliación de capital por conversión	07-jun-18
Urbas Grupo Financiero, S.A.	3,7	Otras ampliaciones de capital	07-jun-18
Almirall, S.A.	9,1	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	12-jun-18
Ferrovial, S.A.	124,0	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	19-jun-18
Grupo Ezentis, S.A.	19,5	Otras ampliaciones de capital	19-jun-18
NH Hotel Group, S.A.	93,2	Ampliación de capital por conversión	19-jun-18
Sniace, S.A.	30,1	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	26-jun-18
Duro Felguera, S.A.	79,2	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	28-jun-18
Amper, S.A.	1,4	Ampliación de capital por conversión	28-jun-18
Fluidra, S.A.	1.070,7	Ampliación de capital de contrapartida no monetaria	05-jul-18
Inmobiliaria Colonial, SOCIMI, S.A.	187,1	Ampliación de capital de contrapartida no monetaria	06-jul-18
Urbas Grupo Financiero, S.A.	0,9	Otras ampliaciones de capital	12-jul-18
Nyasa Valores Corporación, S.A.	0,4	Otras ampliaciones de capital	12-jul-18
Berkeley Energía Limited	139,0	Otras ampliaciones de capital	12-jul-18
Solaria Energía y Medioambiente, S.A.	89,0	Ampliación de capital dineraria con exclusión del DSP mediante colocación acelerada	16-jul-18
ACS, Actividades de Construcción y Servicios, S.A.	190,5	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	19-jul-18
Lar España Real Estate, SOCIMI, S.A.	20,9	Otras ampliaciones de capital	19-jul-18
Coca-Cola European Partners Plc	0,0	Otras ampliaciones de capital	19-jul-18
Repsol, S.A.	654,8	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	19-jul-18
Iberdrola, S.A.	1.009,6	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	31-jul-18
Quabit Inmobiliaria, S.A.	5,5	Ampliación de capital de contrapartida no monetaria	31-jul-18

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta en 2018: importe efectivo (continuación)

1.2

Importes en millones de euros

Emisor	Importe efectivo ¹	Tipo de operación	Fecha de registro
Laboratorio Reig Jofre, S.A.	25,6	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	02-ago-18
Sacyr, S.A.	239,8	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	02-ago-18
Berkeley Energía Limited	0,1	Otras ampliaciones de capital	17-ago-18
Liberbank, S.A.	153,3	Ampliación de capital por conversión	22-ago-18
Edreams Odigeo, S.A.	0,4	Otras ampliaciones de capital	28-ago-18
Natra, S.A.	0,1	Ampliación de capital por conversión	13-sep-18
Deoleo, S.A.	25,0	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	28-sep-18
Montebalito, S.A.	1,6	Otras ampliaciones de capital	02-oct-18
Alantra Partners, S.A.	22,1	Ampliación de capital de contrapartida no monetaria	04-oct-18
Laboratorios Farmacéuticos Rovi, S.A.	80,0	Otras ampliaciones de capital	08-oct-18
Arima Real Estate, SOCIMI, S.A.	100,1	Ampliación de capital sin derecho de suscripción preferente (OPS) ²	09-oct-18
Promotora de Informaciones, S.A.	0,0	Ampliación de capital por conversión	23-oct-18
Inypsa Informes y Proyectos, S.A.	15,6	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	23-oct-18
Oryzon Genomics, S.A.	13,0	Otras ampliaciones de capital	30-oct-18
Laboratorios Farmacéuticos Rovi, S.A.	8,0	Otras ampliaciones de capital	31-oct-18
Coca-Cola European Partners Plc	0,0	Otras ampliaciones de capital	31-oct-18
Masmovil Ibercom, S.A.	360,0	Otras ampliaciones de capital	12-nov-18
Banco Santander, S.A.	132,5	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	13-nov-18
Iberpapel Gestión, S.A.	0,1	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	15-nov-18
AmRest Holdings SE	1.910,1	Ampliación de capital dineraria con exclusión del DSP mediante colocación acelerada	20-nov-18
Inmobiliaria Colonial, SOCIMI, S.A.	467,8	Ampliación de capital de contrapartida no monetaria	20-nov-18
Solarpack Corporación Tecnológica, S.A.	100,0	Ampliación de capital sin derecho de suscripción preferente (OPS) ²	20-nov-18
Edreams Odigeo, S.A.	0,0	Otras ampliaciones de capital	22-nov-18
Airtificial Intelligence Structures, S.A.	67,4	Ampliación de capital de contrapartida no monetaria	23-nov-18
Vidrala, S.A.	1,3	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	04-dic-18
Ferrovial, S.A.	166,4	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	04-dic-18
Miquel y Costas & Miquel, S.A.	23,3	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	11-dic-18
Nyasa Valores Corporación, S.A.	2,1	Otras ampliaciones de capital	19-dic-18
Cementos Portland Valderrivas, S.A.	100,9	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	20-dic-18
Airbus SE	4,5	Otras ampliaciones de capital	27-dic-18
Amper, S.A.	9,8	Ampliación de capital por conversión	27-dic-18

Fuente: CNMV. (1) Las ampliaciones de capital sin contraprestación monetaria se han contabilizado por su valor de mercado. (2) Oferta pública de suscripción.

Sociedades excluidas de cotización bursátil en 2018¹

I.3

Sociedad	Mercado	Motivo. Procedimiento	Fecha
Funespaña, S.A.	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 Real Decreto 1197/1991	07/12/2018
Abertis Infraestructuras, S.A.	SIBE	Otros	06/08/2018
Reyal Urbis, S.A. (en liquidación)	SIBE	Por acuerdo del consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores	22/01/2018
Sotogrande, S.A.	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 Real Decreto 1197/1991	02/01/2018
Saeta Yield, S.A.	SIBE	Otros	04/07/2018
Axiare Patrimonio, SOCIMI, S.A.	SIBE	Técnica. Por fusión	09/07/2018
Ronsa, S.A.	Corros	Excluida por el gobierno vasco	02/02/2018

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 (%)

	2015	2016	2017	2018	2018			
					1 Trim.	2 Trim.	3 Trim.	4 Trim.
Bolsa de Madrid								
Petróleo y energía	0,6	0,8	3,9	6,1	-4,8	12,0	-1,4	0,9
Mat. básicos, industria y construcción	9,6	-4,3	2,0	8,9	-6,1	10,6	-2,5	7,6
Bienes de consumo	2,1	2,0	2,6	-8,6	-1,8	2,4	2,7	-11,5
Servicios de consumo	30,9	0,2	-2,1	-16,7	-8,4	12,4	-6,5	-13,5
Servicios financieros e inmobiliarios	10,4	-8,0	23,3	23,3	-4,0	-1,1	-4,9	-11,1
Banca	-24,2	-1,6	10,5	-27,1	-3,7	-8,7	-5,1	-12,6
Inmobiliarias y otros	-26,0	-1,8	10,6	-29,0	-4,5	-9,9	-5,3	-12,9
Tecnología y telecomunicaciones	18,4	-2,3	17,6	-26,1	-5,6	3,3	-10,9	-15,0
IGBM	-5,2	-9,0	7,5	-5,5	-0,2	-0,9	4,8	-8,8
Bolsa de Barcelona								
Eléctricas	15,2	-3,2	1,7	8,5	-7,0	9,4	-3,1	9,9
Bancos	-24,4	-3,0	9,3	-29,3	-4,4	-9,6	-4,8	-14,0
Químicas y farmacéuticas	-24,7	27,0	11,9	-3,3	-1,4	15,7	3,7	-18,2
Cementos, construcción e inmobiliarias	-7,7	-5,6	15,6	-12,7	-5,2	3,5	0,6	-11,6
Metalúrgica	18,7	47,6	-9,5	-20,8	3,0	-5,9	2,1	-20,0
Alimentación, agrícola y forestal	26,8	-2,2	6,0	-23,3	-1,6	-5,3	-0,4	-17,4
Textil y papelera	33,8	2,4	-8,2	-22,7	-12,1	15,0	-10,3	-14,8
Comercio y finanzas	-9,4	3,9	-5,3	-50,0	-10,2	-14,7	-6,1	-30,5
Servicios diversos	-8,3	-5,3	10,7	-6,3	-0,1	0,2	-2,6	-3,9
BCN Global 100	-12,0	0,3	7,3	-17,4	-3,6	-1,7	-3,1	-10,0

Fuente: Thomson Datastream.

Concentración sectorial de la capitalización¹

I.5

N.º de empresas necesarias para alcanzar un determinado porcentaje

Sector	2017				2018			
	25%	50%	75%	100%	25%	50%	75%	100%
Petróleo	1	1	1	1	1	1	1	1
Energía y agua	1	2	3	9	1	2	3	9
Minería y metálicas básicas	1	2	2	7	1	2	2	4
Cementos y mat. construcción	1	1	2	3	1	1	2	3
Químicas y farmacéuticas	1	1	1	8	1	1	1	8
Textil y papeleras	1	2	3	10	1	1	1	10
Metalmecánica	1	1	1	15	1	2	5	15
Alimentación	1	1	2	13	1	2	3	14
Construcción	1	2	3	8	1	2	3	7
Inmobiliarias	1	2	4	18	1	2	5	19
Transportes y comunicaciones	1	2	3	8	1	2	3	7
Otros no financieros	1	2	7	29	1	2	7	29
Bancos	1	2	3	9	1	2	3	9
Seguros	1	1	2	2	1	1	2	2
Sociedades de cartera	1	1	1	4	1	1	1	5
SICAV	0	0	0	0	0	0	0	0
Entidades de financiación	0	0	0	0	0	0	0	0

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

Concentración de la contratación bursátil de renta variable

I.6

N.º de empresas necesarias para alcanzar un determinado porcentaje

	2017				2018			
	25%	50%	75%	100%	25%	50%	75%	100%
Total bolsas¹	2	5	16	147	2	6	14	146
Mercado continuo	2	5	16	132	2	6	14	135
Nacional	2	5	15	125	2	6	14	127
Extranjeras	1	1	1	7	1	1	1	8
Corros	1	2	3	11	1	1	1	8
Segundo Mercado	1	1	2	4	1	1	2	3
ETF	1	2	4	19	1	2	3	7
MAB	5	45	202	3.360	4	38	166	2.857
LATIBEX	1	2	5	20	1	2	2	20

Fuente: CNMV. (1) No incluye Latibex, MAB ni ETF.

Porcentaje de la capitalización por sectores y mayores empresas respecto al conjunto del mercado¹

1,7

Sector	% sector/mercado ²	Empresas de mayor capitalización del sector	% empresa/mercado ³
Petróleo	3,6	Repsol, S.A.	3,62
Energía	17,8	Iberdrola, S.A.	7,6
Energía		Gas Natural SDG, S.A.	3,7
Energía		Endesa, S.A.	3,6
Minería y metálicas básicas	1,0	Acerinox, S.A.	0,4
Minería y metálicas básicas		CIE Automotive, S.A.	0,5
Minería y metálicas básicas		Arcelor Mittal, S.A.	0,1
Cementos y material de construcción	0,5	Vidrala, S.A.	0,3
Cementos y material de construcción		Cementos Molins, S.A.	0,2
Cementos y material de construcción		Coemac, Corporación Empresarial de Materiales de Construcción, S.A.	0,0
Químicas y farmacéuticas	3,5	Grifols, S.A.	2,6
Químicas y farmacéuticas		Almirall, S.A.	0,4
Químicas y farmacéuticas		Laboratorios Farmacéuticos Rovi, S.A.	0,2
Textil y papeleras	12,4	Inditex, Industria de Diseño Textil, S.A.	11,7
Textil y papeleras		Papeles y Cartones de Europa, S.A.	0,3
Textil y papeleras		Grupo Empresarial Ence, S.A.	0,2
Metalmecánica	1,9	Zardoya Otis, S.A.	0,5
Metalmecánica		Gestamp Automoción, S.A.	0,5
Metalmecánica		CAS, Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles, S.A.	0,2
Alimentación	1,5	Ebro Foods, S.A.	0,5
Alimentación		Viscofan, S.A.	0,4
Alimentación		AmRest Holdings SE	0,4
Construcción	5,7	Ferrovial, S.A.	2,2
Construcción		ACS, Actividades de Construcción y Servicios, S.A.	1,8
Construcción		Fomento de Construcciones y Contratas, S.A.	0,7
Inmobiliarias y SOCIMI	2,9	Merlin Properties, SOCIMI, S.A.	0,9
Inmobiliarias y SOCIMI		Inmobiliaria Colonial, S.A.	0,7
Inmobiliarias y SOCIMI		Hispania Activos Inmobiliarios, SOCIMI, S.A.	0,3
Transportes y comunicaciones	14,1	Telefónica, S.A.	6,4
Transportes y comunicaciones		Aena, S.M.E., S.A.	3,4
Transportes y comunicaciones		International Consolidated Airlines Group, S.A.	2,3
Otros no financieros	9,6	Amadeus IT Group, S.A.	4,5
Otros no financieros		Gamesa Corporación Tecnológica, S.A.	1,2
Otros no financieros		Prosegur Cash, S.A.	0,5
Bancos	23,2	Banco Santander Central Hispano, S.A.	10,8
Bancos		Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.	5,2
Bancos		Caixabank, S.A.	3,2
Seguros	1,9	Mapfre, S.A.	1,2
Seguros		Grupo Catalana Occidente, S.A.	0,7
Sociedades de cartera	0,5	Corporación Financiera Alba, S.A.	0,4
Sociedades de cartera		Alantra Partners, S.A.	0,1
Sociedades de cartera		Cartera Hotelera, S.A.	0,0

Fuente: CNMV. (1) Capitalización al 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 35¹

1,8

Importes en millones de euros

Empresa	Capitalización ²			Contratación		
	2017	2018	% total ³	2017	2018	% total ³
Inditex, Industria de Diseño Textil, S.A.	90.523,2	69.657,2	11,7	44.208,3	44.834,6	7,7
Banco Santander Central Hispano, S.A.	88.410,0	64.507,9	10,9	115.054,2	97.160,8	16,7
Iberdrola, S.A.	47.422,0	44.898,6	7,6	64.607,4	31.895,4	5,5
Telefónica, S.A.	42.186,1	38.105,1	6,4	64.449,5	50.279,6	8,6
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.	40.811,1	30.909,0	5,2	37.533,0	54.550,7	9,4
Amadeus It Group, S.A.	26.377,6	26.698,0	4,5	17.589,8	23.345,7	4,0
Gas Natural Servicios SDG, S.A.	25.350,0	22.275,3	3,8	12.707,9	12.127,0	2,1
Repsol, S.A.	23.261,8	21.505,7	3,6	24.897,2	29.556,2	5,1
Endesa, S.A.	22.521,5	21.312,7	3,6	27.514,6	10.382,5	1,8
Aena, S.M.E., S.A.	19.263,3	20.362,5	3,4	10.374,3	14.220,5	2,4
Caixabank, S.A.	18.904,0	18.925,3	3,2	10.866,0	23.251,8	4,0
Grifols, S.A.	18.371,6	15.745,0	2,7	16.140,9	6.497,9	1,1
International Consolidated Airlines Group, S.A.	15.434,3	13.784,9	2,3	7.003,4	5.417,5	0,9
Ferrovial, S.A.	15.379,2	13.067,0	2,2	6.343,8	7.331,7	1,3
ACS, Actividades de Construcción y Servicios, S.A.	13.858,1	10.645,1	1,8	8.765,8	8.982,9	1,5
Red Eléctrica Corporación, S.A.	11.479,9	10.548,4	1,8	9.772,0	8.756,3	1,5
Bankia, S.A.	10.264,4	7.897,5	1,3	9.572,6	6.862,0	1,2
Gamesa Corporación Tecnológica, S.A.	10.123,6	7.247,4	1,2	10.958,1	6.842,0	1,2
Mapfre, S.A.	9.318,3	7.144,6	1,2	11.572,5	3.767,4	0,6
Bankinter, S.A.	8.247,0	6.308,2	1,1	5.525,5	5.314,9	0,9
Enagás, S.A.	7.785,5	5.636,5	1,0	12.946,8	8.274,5	1,4
Banco de Sabadell, S.A.	7.104,6	5.629,8	0,9	6.559,7	10.343,4	1,8
Cellnex Telecom, S.A.	5.698,6	5.187,4	0,9	10.114,0	4.375,5	0,8
Merlin Properties, SOCIMI, S.A.	5.308,4	5.066,5	0,9	4.998,7	4.080,4	0,7
Acciona, S.A.	4.946,4	4.231,5	0,7	4.872,2	2.903,6	0,5
Inmobiliaria Colonial, S.A.	3.895,9	4.133,5	0,7	3.262,6	2.216,6	0,4
CIE Automotive, S.A.	3.605,7	2.765,8	0,5	3.107,0	2.344,9	0,4
Acerinox, S.A.	3.289,3	2.391,3	0,4	4.572,9	3.463,1	0,6
Viscofan, S.A.	3.151,3	2.242,6	0,4	3.609,1	1.671,7	0,3
Melia Hotels International, S.A.	2.678,4	1.885,8	0,3	6.511,5	1.983,4	0,3
Gestevisión Telecinco, S.A.	2.641,6	1.797,6	0,3	2.270,6	2.590,5	0,4
Indra Sistemas, S.A.	2.563,7	1.454,7	0,2	1.995,2	1.688,5	0,3
Grupo Empresarial Ence, S.A.	2.014,7	1.350,8	0,2	2.337,8	1.804,1	0,3
Técnicas Reunidas, S.A.	1.479,0	1.192,8	0,2	3.690,2	1.736,3	0,3
Arcelor Mittal, S.A.	1.058,3	637,0	0,1	6.531,0	2.911,6	0,5

Fuente: CNMV. (1) Se consideran las empresas pertenecientes al Ibex 35 el 31 de diciembre de 2018. (2) Capitalización en el último día del año. (3) Respecto al total del mercado.

Ofertas públicas de adquisición de valores autorizadas en 2018

I.9

Importes en millones de euros

Compañía	Autor de la oferta	Finalidad	% de capital social sobre el que se dirige	Importe realizado en la oferta	Resultado en % ¹
Abertis Infraestructuras, S.A.	Hochtief AG	Opa voluntaria para tomar el control	100,00	14.326,63	78,79
Saeta Yield, S.A.	Terp Spanish Holdco, S.L.U.	Opa voluntaria para tomar el control	100,00	948,31	95,28
Hispania Activos Inmobiliarios, SOCIMI, S.A.	Alzette Investment, S.à R.L.	Opa voluntaria para tomar el control	83,44	1.474,81	74,02
NH Hotel Group, S.A.	MHG Continental Holding (Singapore) Pte. Ltd.	Opa obligatoria por toma de control	53,75	1.179,92	47,76
Funespaña, S.A.	Mapfre España, Compañía de Seguros y Reaseguros, S.A.	Opa de exclusión	4,00	4,90	3,55
Papeles y Cartones de Europa, S.A. (Europac)	DS Smith Plc	Opa voluntaria para tomar el control	100,00	1.647,66	98,83
Total				19.582,23	

Fuente: CNMV. (1) Porcentaje respecto al capital social admitido a negociación. En caso de que haya habido prorrateo, se incluye el coeficiente del mismo.

Sociedades cotizadas en Latibex por sectores

I.10

Importes en millones de euros, salvo otra indicación

Sector	N.º de empresas		Capitalización			Contratación		
	2017	2018	2017	2018	% var. 18/17	2017	2018	% var. 18/17
Petróleo	1	1	35,5	32,8	-7,58	20,2	25,7	27,43
Energía y agua	2	2	0,8	1,4	74,38	6,7	2,1	-69,37
Minería y metálicas básicas	5	5	154,2	118,6	-23,09	69,0	69,3	0,43
Químicas y farmacéuticas	1	1	1,0	0,7	-36,18	3,6	0,5	-85,94
Textil y papeleras	0	0	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
Metalmecánica	1	1	4,5	0,2	-95,83	0,1	0,2	50,83
Alimentación	0	0	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
Inmobiliarias	2	1	0,1	0,0	-94,28	0,2	0,0	-99,54
Transportes y comunicación	1	1	0,2	0,4	103,57	0,6	0,3	-49,45
Otros no financieros	1	1	0,2	0,1	-63,65	2,4	2,5	4,14
Bancos	4	4	7,5	5,6	-24,77	5,1	0,5	-89,63
Sociedades de cartera	1	1	0,0	0,0	-35,98	4,9	0,5	-89,04
Entidades de financiación	1	1	29,4	63,7	116,59	18,2	50,0	174,35
Total	20	19	233,3	223,5	-4,22	130,8	151,6	15,87

Fuente: CNMV.

Emisiones netas de las Administraciones públicas

I.11

Importes nominales en millones de euros

	Importe				% de variación anual		
	2015	2016	2017	2018	16/15	17/16	18/17
Estado	50.172	27.847	46.962	41.684	-44,5	68,6	-11,2
Corto plazo	4.509	-73	-3.528	-8.393	-	-	-
Largo plazo	45.662	27.920	50.490	50.077	-38,9	80,8	-0,8
Comunidades autónomas	-6.788	-2.549	106	-3.621	62,5	-	-
Corto plazo	15	70	0	-47	379,4	-99,3	-
Largo plazo	-6.803	-2.618	106	-3.574	61,5	-	-
Corporaciones locales	0	0	-165	-134	-	-	-
Corto plazo	-	-	-	-	-	-	-
Largo plazo	0	0	-165	-134	-	-	-
Total AA. PP.	43.383	25.299	46.903	37.929	-41,7	85,4	-19,1

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Número de emisores y emisiones registradas en la CNMV: detalle por instrumentos

I.12

	N.º de emisores ¹		N.º de emisiones	
	2017	2018	2017	2018
A largo plazo	41	42	365	302
Bonos y obligaciones no convertibles	16	12	276	215
de los cuales, deuda subordinada	4	1	4	1
Bonos y obligaciones convertibles	0	0	0	0
Cédulas hipotecarias	9	12	28	28
Cédulas territoriales	1	2	1	2
Bonos de titulización	21	14	58	40
de activos (BTA)	21	14	58	40
hipotecarios (BTH)	0	0	0	0
Participaciones preferentes	1	4	1	4
Otras emisiones	1	0	1	0
A corto plazo²	13	13	13	13
Pagarés de empresa	13	12	13	12
de los cuales, de titulización de activos	1	1	1	1
Total	48	43	378	315

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.

Principales emisores¹ de renta fija registrados en la CNMV en 2018

1.13

Importes nominales en millones de euros

Nombre de la sociedad emisora	Importe nominal emitido		
	Total	A corto plazo ²	A largo plazo
Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria	29.751	0	29.751
Bankia, S.A.	15.500	15.000	500
Banco de Sabadell, S.A.	11.236	7.000	4.236
Caixabank, S.A.	11.103	1.000	10.103
Bankinter, S.A.	6.822	4.000	2.822
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.	6.000	0	6.000
Banco de Santander, S.A.	5.384	0	5.384
Santander Consumer Finance, S.A.	5.000	5.000	0
Bankinter Sociedad de Financiación, S.A.	4.000	4.000	0

Fuente: CNMV. (1) Emisores que durante 2017 registraron emisiones por importe superior a los 4.000 millones de euros. (2) Importe nominal del programa registrado.

Principales emisores¹ de renta fija registrados en la CNMV en 2018. Detalle por instrumentos

1.14

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	29.751
	Banco de Santander, S.A.	1.834
Cédulas hipotecarias	Caixabank, S.A.	6.535
	Banco de Sabadell, S.A.	3.390
	Banco de Santander, S.A.	3.550
	Bankinter, S.A.	2.200
	Liberbank, S.A.	1.500
Cédulas territoriales	Caixabank, S.A.	2.000
Programa de pagarés ²	Bankia, S.A.	15.000
	Banco de Sabadell, S.A.	7.000
	Santander Consumer Finance, S.A.	5.000
	Bankinter Sociedad de Financiación, S.A.	4.000
	Bankinter, S.A.	4.000
	Kutxabank Empréstitos, S.A.	2.000
Titulización de pagarés ²	Fondo de Titulización de Activos Santander 2	3.000

Fuente: CNMV. (1) Emisores con emisión superior a 1.500 millones de euros en 2017, en el instrumento financiero correspondiente. (2) Importe nominal del programa registrado.

Emisores de pagarés: mayores¹ saldos vivos a 31 de diciembre de 2018

I.15

Importes en millones de euros

Emisor	Importe	% sobre el total	% acumulado
Banco de Sabadell, S.A.	5.045	42,12	42,12
Santander Consumer Finance, S.A.	2.177	18,18	60,29
Bankia, S.A.	1.335	11,14	71,44
Bankinter, S.A.	1.115	9,31	80,75

Fuente: AIAF. (1) Emisores con saldo vivo superior a 500 millones de euros.

Principales emisores de bonos de titulización en 2018¹

I.16

Importes en millones de euros

Emisor	Importe	Activos titulizados
Pymes Santander 13, Fondo de Titulización	2.835	Pymes ²
Fondo de Titulización del Déficit del Sistema Eléctrico, FTA	2.682	Otros
Caixabank Pymes 10, Fondo de Titulización	2.325	Pymes ²
Pymes Santander 14, Fondo de Titulización	2.310	Pymes ²
Caixabank Consumo 4, Fondo de Titulización	1.700	Préstamos consumo

Fuente: CNMV. (1) Emisores con emisiones registradas en la CNMV superiores a 1.500 millones de euros a fin de ejercicio. (2) Incluye fondos cuya cartera incorpora prácticamente la totalidad de préstamos a pymes.

Emisiones de titulización, por naturaleza del activo titulado

1.17

Importes nominales en millones de euros

	2014	2015	2016	2017	2018
Mediante FTH	0	0	0	0	0
Mediante FTA	29.008	28.370	35.505	29.415	18.145
FTA hipotecarios	17.310	9.458	19.621	14.885	683
Préstamos hipotecarios	17.310	9.458	19.621	14.885	683
Cédulas hipotecarias	0	0	0	0	0
Préstamos a promotores	0	0	0	0	0
FTA empresas	8.750	14.124	7.500	4.850	10.442
Pymes ¹	8.750	11.124	5.000	3.750	10.442
FTPYME ¹	0	0	0	0	0
FTGENCAT ¹	0	0	0	0	0
Préstamos a empresas ²	0	3.000	2.500	0	0
Préstamos corporativos ³	0	0	0	0	0
Arrendamiento financiero	0	0	0	1.100	0
FTA otros	2.948	4.788	8.384	9.680	7.020
Deuda subordinada	0	0	0	0	0
Bonos tesorería	0	0	0	0	0
Créditos AA. PP.	0	0	0	0	0
Cédulas territoriales	0	0	0	0	0
Préstamos consumo	300	1.450	3.015	4.672	2.504
Préstamos auto	798	1.039	3.056	977	1.534
Cuentas a cobrar	0	0	0	0	0
Derechos de créditos futuros	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	0	0	0	0	0
Otros créditos	1.850	2.299	2.313	4.032	2.982
Total bonos de titulización	29.008	28.370	35.505	29.415	18.145
Total pagarés de titulización emitidos⁴	620	2.420	1.880	2.200	240
Total bonos más pagarés	29.628	30.790	37.385	31.615	18.385
Pro memoria:					
Subtotal hipotecario	17.310	9.458	19.621	14.885	683

Fuente: CNMV. (1) Incluye fondos cuya cartera incorpora prácticamente la totalidad de los 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.

Importe nominal en millones de euros

	2014	2015	2016	2017	2018	% var. 18/17
Pagarés	26.728	10.521	9.977	3.820	0	-100,00
Bonos y obligaciones	466.010	176.151	21.816	8.413	27	-99,68
Bonos de titulización	249.268	122.259	10.361	6.207	0	-100,00
Cédulas hipotecarias	285.925	103.861	17.230	6.583	0	-100,00
Cédulas territoriales	77.721	37.532	3.243	368	0	-100,00
Bonos matador	0	0	0	0	0	-
Total renta fija privada	856.384	328.066	52.267	19.183	28	-99,86
Letras del Tesoro	10	11	0	0	0	-
Bonos y obligaciones del Estado	42	82	18	9	442	4.911,89
Total deuda pública	52	93	18	9	442	5.024,64
Total	856.436	328.159	52.285	19.192	470	-97,55

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 inmobiliarios¹

II.1

Importes en millones de euros

Categoría	N.º fondos		N.º partícipes		Importe		Patrimonio			Pro memoria:	
	2018	s/ dic-17	Var. s/ dic-17	2018	Var. s/ dic-17	2018	Total s/ dic-17	Variación ²		Benef. brutos distribuidos	Distribución suscrip. netas FI (%)
								Suscrip. netas	Rdtos. netos		
Renta fija ³	279	-11	82.000	2.709.547	82.000	66.889	-3.675	-2.766	-908	0	-34,1
Renta fija mixta ⁴	168	13	-9.366	1.188.157	-9.366	40.471	-2.936	-1.064	-1.865	-7	-13,1
Renta variable mixta ⁵	184	8	39.882	624.290	39.882	23.256	869	2.486	-1.617	0	30,7
Renta variable euro	113	2	120.187	831.115	120.187	12.178	-25	1.790	-1.871	-1	22,1
Renta variable internacional	236	25	359.999	2.225.366	359.999	24.405	340	3.864	-3.523	-1	47,7
Garantizado renta fija	67	-12	-24.162	165.913	-24.162	4.887	-570	-576	7	0	-7,1
Garantizado renta variable ⁶	163	-25	-32.873	494.660	-32.873	14.556	-861	-667	-194	0	-8,2
Fondos globales	242	17	414.793	1.501.730	414.793	42.137	6.625	9.449	-2.602	-2	116,6
De gestión pasiva	172	-30	-95.774	543.192	-95.774	16.139	-3.339	-2.790	-537	-11	-34,4
Retorno absoluto	99	-5	72.471	930.641	72.471	14.173	-2.534	-1.900	-797	0	-23,4
Total FI	1.725	-16	930.115	11.217.569	930.115	259.095	-6.100	7.842	-13.919	-22	97,0
FIICIL	6	-1	-796	212	-796	3	177	177	-125	0	2,2
Fondos de inversión libre	36	2	738	2.073	738	49	83	83	-86	0	1,0
Total fondos (Total FI+FIICIL+FIL)	1.767	-15	930.057	11.217.569	930.057	261.380	-6.048	8.102	-14.130	-22	100,0
Fondos inmobiliarios	2	-1	-614	483	-614	309	-50,6	-	-	-	-
IIC extranjeras ⁷	1.024	11	808.858	3.035.849	808.858	180.924	30.503	-	-	-	-

Fuente: CNMV. (1) Compartimentos de fondos que han remitido estados reservados (no incluye, por tanto, fondos en proceso de disolución o liquidación), los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de esta. (2) Para cada categoría, la variación patrimonial se debe a las suscripciones netas, incluidas las debidas a los cambios en la vocación inversora, a los beneficios brutos distribuidos y a los rendimientos netos del patrimonio. (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) El número de IIC extranjeras incluye solamente las UCIT (sociedades y fondos) registradas en la CNMV. Los datos de patrimonio y de número de partícipes hacen referencia al tercer trimestre de 2018, estimados con el 93,9% de las entidades obligadas al envío de información. Con la entrada en vigor de la Circular 2/2017, de 25 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, las entidades obligadas a la remisión de información estadística han aumentado, por lo que los datos podrían no ser comparables con la información publicada hasta diciembre de 2017. El volumen de inversión es el resultado de multiplicar el número de acciones y participaciones comercializadas en España por su valor al final del periodo correspondiente.

Cartera de los fondos: peso en el saldo vivo de valores españoles

II.2

%

	2014	2015	2016	2017	2018
Renta variable cotizada¹	2,0	2,3	2,3	2,6	3,0
Renta fija privada	3,2	2,6	2,3	1,9	1,6
Corto plazo	11,7	18,0	24,5	14,8	17,4
Largo plazo	2,9	2,1	1,5	1,6	1,3
Renta fija pública	7,1	4,9	5,5	4,6	4,2
Corto plazo ²	8,7	6,1	7,7	8,0	11,4
Largo plazo	6,9	4,8	5,3	4,3	3,6

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 ¹		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Total fondos de inversión²	0,95	0,91	0,86	0,08	0,08	0,07
Renta fija	0,58	0,54	0,45	0,07	0,07	0,06
Renta fija mixta	1,12	1,05	0,96	0,09	0,09	0,08
Renta variable mixta	1,40	1,34	1,26	0,11	0,10	0,10
Renta variable euro	1,75	1,71	1,47	0,12	0,11	0,10
Renta variable internacional	1,71	1,69	1,41	0,12	0,10	0,09
Garantizado renta fija	0,68	0,48	0,38	0,06	0,05	0,05
Garantizado renta variable	0,70	0,58	0,53	0,06	0,05	0,05
Fondos globales	1,26	1,07	0,98	0,10	0,09	0,08
De gestión pasiva	0,56	0,52	0,48	0,06	0,06	0,05
Retorno absoluto	0,96	0,91	0,79	0,08	0,07	0,06
FIICIL	0,96	2,93	3,94	0,07	0,08	0,10
Fondos de inversión libre³	2,38	2,75	1,86	0,01	0,00	0,01

Fuente: CNMV. (1) Excepto en los fondos de inversión libre, que son las comisiones de financiación. (2) Los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de esta. (3) Porcentaje sobre el patrimonio medio mensual.

Evolución de las rentabilidades y las suscripciones netas de los fondos de inversión¹

II.4

Rentabilidad en % y suscripciones netas en millones de euros

	2014		2015		2016		2017		2018	
	Rentab.	Suscrip. netas	Rentab.	Suscrip. netas	Rentab.	Suscrip. netas	Rentab.	Suscrip. netas	Rentab.	Suscrip. netas
Renta fija ²	2,41	13.821	0,10	-4.816	0,52	8.244	-0,13	-3.638,0	-1,44	-2.766
Renta fija mixta ³	3,67	15.689	0,16	20.903	0,27	-4.751	1,10	2.890,5	-4,27	-1.064
Renta variable mixta ⁴	4,70	6.842	0,15	8.227	1,19	-5.195	3,23	5.498,6	-6,45	2.486
Renta variable euro ⁵	2,09	-338	3,44	467	2,61	-538	11,16	2.549,7	-13,01	1.790
Renta variable internacional ⁶	6,61	2.716	7,84	4.110	4,15	-33	8,75	4.514,0	-12,34	3.864
Garantizado renta fija	2,54	-11.762	0,27	-8.094	-0,03	-3.700	0,72	-3.262,6	0,09	-576
Garantizado renta variable ⁷	2,64	-652	1,07	-2.396	0,19	5.466	1,61	-309,5	-1,33	-667
Fondos globales	4,63	2.110	2,45	5.788	1,99	7.801	4,46	13.405,9	-5,69	9.449
De gestión pasiva ⁸	7,74	5.632	0,53	-6.275	1,16	5.603	2,13	-4.585,0	-3,16	-2.790
Retorno absoluto ⁸	1,98	1.736	0,12	4.803	0,38	944	1,44	4.287,3	-4,81	-1.900
Total FI⁹	3,67	35.795	0,89	22.764	0,98	13.823	2,42	21.325,0	-4,89	7.842
FIICIL	-0,51	-33	-0,86	-47	-0,39	-28	0,44	193,0	-2,99	177
Fondos de inversión libre	5,50	162	5,18	321	4,40	-110	7,41	209,0	-5,63	83
Total fondos										
(Total FI + FIICIL + FIL)	3,67	35.924	0,93	23.038	1,00	13.685	2,76	21.727,0	-4,90	8.102
Fondos inmobiliarios	-5,87	-3.085	-6,66	-1	-5,35	0	-2,60	-1,0	0,24	-52

Fuente: CNMV. (1) Compartimentos de 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 EE. UU., RVI Emergentes y RVI Otros. Desde 2T09 incluye: RVI. (7) Hasta 1T09 incluye: GRV. Desde 2T09 incluye: GRV y Garantía parcial. (8) Nuevas categorías desde 2T09. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos globales. (9) Los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de esta.

IIC extranjeras comercializadas en España¹			
	2017	2018²	Var. (%)
Número de instituciones	1.013	1.024	1,1
Número de inversores	1.984.474	3.035.849	53,0
Volumen de inversión (millones de euros)	150.421	180.924	20,3
Distribución por país de origen			
Alemania	35	42	20,0
Austria	21	24	14,3
Bélgica	5	5	0,0
Dinamarca	1	1	0,0
Finlandia	8	9	12,5
Francia	292	263	-9,9
Holanda	2	2	0,0
Irlanda	184	200	8,7
Liechtenstein	3	4	33,3
Luxemburgo	429	447	4,2
Reino Unido	33	27	-18,2

Fuente: CNMV. (1) El número de instituciones y su distribución por país de origen incluye solamente las UCIT (sociedades y fondos) registradas en la CNMV. (2) Los datos de patrimonio y de número de partícipes hacen referencia al tercer trimestre de 2018, estimados con el 93,9% de las entidades obligadas al envío de información. Con la entrada en vigor de la Circular 2/2017, de 25 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, las entidades obligadas a la remisión de información estadística han aumentado, por lo que los datos podrían no ser comparables con la información publicada hasta diciembre de 2017.

Grupo de control	
Sociedad gestora de IIC	
Altas	
Alantra EQMC Asset Management, SGIIC, S.A.	Alantra Partners, S.A.
Ginvest Asset Management, SGIIC, S.A.	Independiente
Altair Finance Asset Management, SGIIC, S.A.	Independiente
Horos Asset Management, SGIIC, S.A.	Independiente
Loreto Inversiones, SGIIC, S.A.	Loreto Mutua, Mutualidad de Previsión Social
Muza Gestión de Activos, SGIIC, S.A.	Independiente
Valentum Asset Management, SGIIC, S.A.	Independiente
Nao Asset Management, E.S.G., SGIIC, S.A.	Inversiones Grupo Zriser, S.L.
Gala Capital Desarrollo, SGIIC, S.A.	Independiente
Universe Asset Management, SGIIC, S.A.	Independiente
Augustus Capital Asset Management, SGIIC, S.A.	Independiente
Bajas	
Santa Lucía Gestión, SGIIC, S.A.	Santa Lucía, S.A. Compañía de Seguros
Sociedades gestoras de fondos de titulización	
Altas	
EBN Titulización, S.A., SGFT	EBN Banco de Negocios, S.A.
Gestoras extranjeras con sucursal	
Altas	
Flossbach Von Storch Invest, S.A., Sucursal en España	Flossbach Von Storch Invest, S.A.
Schroder Investment Management (Europe), S.A., Sucursal en España	Schroder Investment Management (Europe), S.A.
Aquila Capital Investmentgesellschaft Mbh, Sucursal en España	Aquila Capital Investmentgesellschaft Mbh

Fuente: CNMV.

ESI extranjeras con pasaporte comunitario: Estado miembro de origen¹		
	2017	2018
Número de ESI extranjeras operantes en España		
Libre prestación de servicios	2.816	2.941
Sucursales	53	61
Distribución según el Estado de origen		
Libre prestación de servicios		
Alemania	65	74
Austria	21	20
Bélgica	9	9
Bulgaria	8	10
Chipre	185	206
Croacia	1	1
Dinamarca	22	24
Eslovaquia	2	2
Eslovenia	1	1
Estonia	1	1
Finlandia	13	13
Francia	50	53
Grecia	10	11
Holanda	100	108
Hungría	1	2
Irlanda	42	46
Islandia	0	1
Italia	9	10
Letonia	2	2
Liechtenstein	25	26
Lituania	1	1
Luxemburgo	34	35
Malta	25	27
Noruega	30	29
Polonia	0	1
Portugal	9	9
Reino Unido	2.133	2.204
República Checa	2	3
Rumanía	1	0
Suecia	14	12
Sucursales		
Alemania	2	4
Francia	2	2
Grecia	1	1
Holanda	3	3
Irlanda	1	1
Luxemburgo	2	3
Noruega	1	1
Polonia	1	1
Portugal	1	1
Reino Unido	39	43
Suecia	0	1

Fuente: CNMV. (1) Países indicados en las comunicaciones de ESI de Estados miembros de la Unión Europea y autorizaciones de ESI de Estados no miembros de la Unión Europea.

**Altas y bajas de sociedades y agencias de valores,
sociedades gestoras de cartera, empresas de asesoramiento financiero
y ESI extranjeras con sucursal**

II.8

Anexos
Anexos estadísticos II

Entidad	Grupo de control
Sociedades y agencias de valores	
Altas	
Addenda Capital, AV, S.A.	Independiente
Aldana Capital, AV, S.A.	Independiente
Alos Intermediación, AV, S.A.	Independiente
Caser Valores e Inversiones, AV, S.A.	Caser, Compañía de Seguros y Reaseguros
Neo Capital Markets, SV, S.A.	Independiente
New Momentum, AV, S.A.	Independiente
Norwealth Capital, AV, S.A.	Independiente
Bajas	
Altair Finance, AV, S.A.	Independiente
Bankinter Securities, SV, S.A.	Bankinter, S.A.
Consulnor, SV, S.A.	Banca March, S.A.
Interbrokers, AV, S.A.	Independiente
Santander Investment Bolsa, SV, S.A.	Banco Santander, S.A.
Empresas de asesoramiento financiero	
Altas	
Altum Faithful Investing, EAFI, S.L.	Independiente
Consulae, EAFI, S.L.	Independiente
Danel Capital, EAFI, S.A.	Independiente
Pedro Palenzuela Sanz	Independiente
Sapphire Capital, EAFI, S.L.	Independiente
Securis Patrimoine, EAFI, S.L.	Independiente
Bajas	
A&G Private Wealth Solutions, EAFI, S.L.	EFG Investment (Luxembourg), S.A.
C&R Investment Financial Advisor, EAFI, S.L.	Independiente
Carlos De Fuenmayor Barroso	Independiente
Finetico, EAFI, S.L.	Independiente
Ginvest Patrimonis, EAFI, S.L.	Independiente
Lebris LCP, EAFI, S.L.	Independiente
Md Wealth Advisors, EAFI, S.L.	Independiente
Michael Anthony Di Santo Lewis	Independiente
Miguel Ángel Cicuéndez Luna	Independiente
New Momentum Consultant, EAFI, S.L.	Independiente
Novaster Investments, EAFI, S.L.	Novaster GE, S.A.
Pharum Capital Asesores Financieros, EAFI, S.L.	Independiente
Profim Asesores Patrimoniales, EAFI, S.L.	Caja de Arquitectos SCC
Remo Advisors, EAFI, S.L.	Independiente
Salvador Cervilla García	Independiente
Santiago Arribas González	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
Serfix Investments, EAFI, S.L.	Independiente
Skipper Capital Advisors, EAFI, S.L.	Independiente
Villa & Ibáñez Asesoramiento Financiero, EAFI, S.L.L.	Independiente
ESI extranjeras con sucursal	
Altas	
Afex Markets Plc, Sucursal en España	Afex Markets Plc
Allianceberstein Limited, Sucursal en España	Allianceberstein Limited
Charme Capital Partners Limited, Sucursal en España	Charme Capital Partners Limited
DWS International GmbH, Sucursal en España	DWS International GmbH
FCS Capital Markets Limited, Sucursal en España	FCS Capital Markets Limited
Greenhill & Co. Spain Limited , Sucursal en España	Greenhill & Co. Spain Limited
Icap Energy Limited, Sucursal en España	Icap Energy Limited
Jefferies International Limited, Sucursal en España	Jefferies International Limited
M&G International Investments, S.A., Sucursal en España	M&G International Investments
Mfex Mutual Funds Exchange AB, Sucursal en España	Mfex Mutual Funds Exchange AB
Pimco Deutschland GmbH, Sucursal en España	Pimco Deutschland GmbH
Bajas	
Jones Lang Lasalle Corporate Finance Limited, Sucursal en España	Jones Lang Lasalle Corporate Finance Limited
M&G International Investments Limited, Sucursal en España	M&G International Investments Limited
SYZ Asset Management (Europe) Limited, Sucursal en España	SYZ Asset Management (Europe) Limited

Fuente: CNMV.

**Cambios de control en sociedades y agencias de valores,
sociedades gestoras de cartera y empresas de asesoramiento financiero. 2018**

II.9

Entidad	Adquiriente
Tomas de control por entidades financieras	
Alterarea EAFI, S.L.	Independiente
Battle & Fernandez Partners, EAFI, S.L.	Independiente
Blue Ocean Inversiones Globales, EAFI, S.L.	Independiente
Expert Timing Systems International, EAFI, S.L.	Independiente
Kuan Capital Asesores, EAFI, S.L.	Independiente

Fuente: CNMV.

**ESI españolas con pasaporte comunitario a 31 de diciembre de 2018.
Estado miembro de acogida¹**

II.10

Anexos
Anexos estadísticos II

	2017	2018
Número de ESI con actuación transfronteriza¹		
Libre prestación de servicios	46	48
Sucursales	7	7
Distribución por países de la actuación transfronteriza de las ESI españolas^{2, 3}		
Libre prestación de servicios		
Alemania	21	21
Austria	12	13
Bélgica	17	18
Bulgaria	2	3
Chipre	1	2
Croacia	0	1
Dinamarca	10	11
Eslovaquia	2	3
Eslovenia	1	2
Estonia	1	2
Finlandia	9	10
Francia	21	21
Grecia	10	11
Hungría	2	3
Irlanda	15	14
Islandia	1	2
Italia	20	20
Letonia	1	2
Liechtenstein	2	3
Lituania	1	2
Luxemburgo	22	23
Malta	7	8
Noruega	10	9
Países Bajos	15	16
Polonia	4	5
Portugal	34	33
Reino Unido	23	22
República Checa	2	3
Rumanía	3	4
Suecia	12	14
Sucursales		
Francia	0	1
Italia	3	4
Países Bajos	0	1
Portugal	2	1
Reino Unido	3	3

Fuente: CNMV. (1) No incluye la actuación transfronteriza de las empresas de asesoramiento financiero (EAFI). (2) Países indicados en las comunicaciones de libre prestación de servicios y en las autorizaciones de apertura de sucursales. (3) 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			II.11
	2017	2018	
Número de EAFI con actuación transfronteriza			
Libre prestación de servicios	29	29	
Sucursales	2	2	
Distribución por países			
Libre prestación de servicios^{1, 2}			
Alemania	6	5	
Bélgica	2	1	
Dinamarca	1	0	
Francia	6	5	
Irlanda	2	2	
Italia	4	3	
Liechtenstein	1	0	
Luxemburgo	24	23	
Malta	2	2	
Noruega	1	0	
Países Bajos	2	1	
Polonia	1	0	
Portugal	3	3	
Reino Unido	7	6	
Sucursales			
Portugal	1	1	
Reino Unido	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 EAFI 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 2018. Estado miembro de origen			II.12
	2017	2018	
Número de EE. CC. extranjeras que prestan servicios de inversión en España			
Entidades de crédito comunitarias			
Libre prestación de servicios	409	409	
Filiales de EE. CC. comunitarias en régimen de libre prestación de servicios	0	0	
Sucursales	52	52	
Entidades de crédito extracomunitarias			
Libre prestación de servicios	3	3	
Sucursales	4	3	
Distribución según el Estado de origen			
Libre prestación de servicios	412	412	
Entidades de crédito comunitarias			
Alemania	57	54	
Austria	33	33	
Bélgica	8	7	

Entidades de crédito extranjeras autorizadas para prestar servicios de inversión en España a 31 de diciembre de 2018. Estado miembro de origen (continuación)

II.12

Anexos
Anexos estadísticos II

	2017	2018
Chipre	2	2
Dinamarca	10	10
Finlandia	8	9
Francia	42	43
Grecia	1	1
Hungría	6	6
Irlanda	26	26
Islandia	1	1
Italia	8	8
Letonia	1	1
Liechtenstein	7	7
Luxemburgo	54	52
Malta	9	9
Noruega	3	3
Países Bajos	26	26
Polonia	1	1
Portugal	13	14
Reino Unido	84	87
República Checa	0	1
Suecia	9	8
Entidades de crédito extracomunitarias	2	2
Australia	1	1
Canadá	1	1
Suiza	1	1
Filiales de EE. CC. comunitarias en régimen de libre prestación de servicios	0	0
Sucursales	56	55
Entidades de crédito comunitarias	52	52
Alemania	6	6
Austria	1	1
Bélgica	1	1
Francia	8	9
Irlanda	2	4
Italia	5	4
Luxemburgo	8	9
Países Bajos	5	7
Portugal	7	6
Reino Unido	9	5
Entidades de crédito extracomunitarias	4	3
Argentina	1	1
Estados Unidos	1	1
Japón	1	0
Suiza	1	1

Fuente: Banco de España y CNMV.

Anexos estadísticos III: regulación y supervisión

Número de accionistas de las sociedades del Ibex 35¹ con participación significativa

III.1

Entidades	Participación				
	3-5%	5-10%	10-25%	25-50%	50-100%
Acciona	-	1	-	2	-
Acerinox	2	1	2	-	-
ACS	1	1	1	-	-
AENA	2	1	-	-	1
Amadeus	1	3	-	-	-
BBVA	-	1	-	-	-
B. Sabadell	2	1	-	-	-
B. Santander	-	1	-	-	-
Bankia	1	-	-	-	1
Bankinter	2	1	1	-	-
Caixabank	1	-	-	1	-
Cellnex	2	4	-	1	-
Cie Automotive	1	3	1	-	-
Enagás	4	-	-	-	-
Ence	1	2	-	1	-
Endesa	-	-	-	-	1
Ferrovial	1	2	1	-	-
FCC	1	1	-	-	1
Grifols	3	4	-	-	-
Iberdrola	1	2	-	-	-
IAG	2	-	2	-	-
Indra	3	2	2	-	-
Inditex	-	1	-	-	1
Inmobiliaria Colonial	2	2	2	-	-
Mapfre	-	-	-	-	1
Mediaset	-	1	-	-	1
Melia	-	1	-	1	-
Merlin	1	-	1	-	-
Naturgy	1	-	2	1	-
REE	1	1	1	-	-
Repsol	2	1	-	-	-
Siemens-Gameasa	-	1	-	-	1
Técnicas Reunidas	2	-	-	1	-
Telefónica	-	3	-	-	-
Viscofan	1	2	2	-	-
Total	41	44	18	8	8

Fuente: CNMV. (1) Composición del Ibex 35 al cierre del ejercicio.

Referencia Resoluciones

(1/18)	Resolución del Consejo de la CNMV de 1 de febrero de 2018
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una ESI y a su consejero delegado por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 100, letra w), de la LMV (por manipulación de mercado). Se les sanciona con multas de 40.000 y 15.000 euros respectivamente.
(2/18)	Resolución del Consejo de la CNMV de 1 de febrero de 2018
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una ESI por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 100, letra w), de la LMV (por manipulación de mercado). Se la sanciona con multa de 60.000 euros.
(3/18)	Resolución del Consejo de la CNMV de 1 de febrero de 2018
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona jurídica por la presunta comisión de dos infracciones muy graves del artículo 99, letra p), de la LMV (cada una de ellas por la no comunicación de participaciones significativas en una sociedad cotizada distinta). Se la sanciona con dos multas por importe de 150.000 euros cada una.
(4/18)	Resolución del Consejo de la CNMV de 1 de febrero de 2018
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona jurídica por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99, letra p), de la LMV (por no comunicación de participaciones significativas en una sociedad cotizada). Se la sanciona con multa de 200.000 euros.
(5/18)	Resolución del Consejo de la CNMV de 1 de febrero de 2018
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona física por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 286.3 del TRLMV (por realización de ventas en corto descubiertas de acciones de una sociedad cotizada). Se la sanciona con multa de 10.000 euros.
(6/18)	Resolución del Consejo de la CNMV de 17 de abril de 2018
	Resuelve el expediente sancionador incoado, de un lado, a una sociedad cotizada y a su presidente por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 100, letra w), de la LMV (por manipulación de mercado sobre sus propias acciones); y de otro lado, a una ESI por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 100, letra x) bis, de la LMV (por no comunicación de operaciones sospechosas de abuso de mercado). Se sanciona a la sociedad cotizada y a su presidente con multas de 125.000 y 30.000 euros, respectivamente, y a la ESI con multa de 40.000 euros.
(7/18)	Resolución del Consejo de la CNMV de 17 de abril de 2018
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una ESI por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 296.5 del TRLMV (determinadas deficiencias en su registro de órdenes de clientes). Se resuelve rebajando la infracción a leve y sancionándola con multa de 10.000 euros.
(8/18)	Resolución del Consejo de la CNMV de 17 de abril de 2018
	Resuelve el expediente sancionador incoado, de un lado, a una sociedad cotizada y a su director financiero por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 100, letra w), de la LMV (por manipulación de mercado sobre sus propias acciones); y de otro lado, a una ESI por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 100, letra x) bis, de la LMV (por no comunicación de operaciones sospechosas de abuso de mercado). Se sanciona a la sociedad cotizada y a su director financiero con multas de 150.000 y 30.000 euros, respectivamente, y a la ESI con multa de 40.000 euros.
(9/18)	Resolución del Consejo de la CNMV de 17 de abril de 2018
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona física por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99, letra i), de la LMV (por manipulación de mercado en relación con acciones de varias sociedades cotizadas). Se la sanciona con multa de 280.000 euros.
(10/18)	Resolución del Consejo de la CNMV de 17 de abril de 2018
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una ESI por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 100, letra w), y una muy grave del artículo 107 quáter, apartado 3, letra c), ambos de la LMV, por manipulación de mercado la primera y por la realización de ventas en corto descubiertas de acciones de una sociedad cotizada la segunda. Se la sanciona con multas de 75.000 y 15.000 euros, respectivamente.
(11/18)	Resolución del Consejo de la CNMV de 17 de abril de 2018
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una entidad de crédito por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 284.1 del TRLMV (por no actuar en el interés óptimo de sus clientes y percibir incentivos no permitidos). Se la sanciona con multa de 440.000 euros.

Referencia	Resoluciones
(12/18)	Resolución del Consejo de la CNMV de 30 de mayo de 2018 Resuelve, en lo relativo a la entidad y a dos de los tres miembros de su consejo de administración, el expediente sancionador incoado, de un lado, a una ESI y a sus tres consejeros por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 283.3 del TRLMV (por incumplimiento de normas de gobierno corporativo y deficiencias graves en los sistemas de control y procedimientos administrativos y contables); y de otro lado, a la misma ESI por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 284.1 del TRLMV (por incumplimiento de normas de conducta). Se sanciona a la ESI con multas por importe global de 100.000 euros y a dos de los miembros del consejo con multas por importe de 40.000 y 10.000 euros, respectivamente.
(13/18)	Resolución del Consejo de la CNMV de 30 de mayo de 2018 Resuelve el expediente sancionador incoado a una SGIC por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 80, letra e), de la LIIC (por incumplimiento de límites de diversificación de riesgos en las inversiones de IIC gestionadas). Se la sanciona con multa de 85.000 euros.
(14/18)	Resolución del Consejo de la CNMV de 28 de junio de 2018 Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona jurídica por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 286.1 del TRLMV (por incumplimiento de obligaciones de notificación y publicación de posiciones cortas netas significativas en acciones de varias sociedades cotizadas). Se la sanciona con multa de 200.000 euros.
(15/18)	Resolución del Consejo de la CNMV de 25 de julio de 2018 Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona física por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99, letra o), de la LMV (por uso de información privilegiada). Se la sanciona con multa de 70.000 euros.
(16/18)	Resolución del Consejo de la CNMV de 27 de septiembre de 2018 Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona física por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 282.6 del TRLMV (por uso de información privilegiada). Se la sanciona con multa de 30.000 euros.
(17/18)	Resolución del Consejo de la CNMV de 27 de septiembre de 2018 Resuelve el expediente sancionador incoado a una entidad de crédito por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 284.1 del TRLMV (por no actuar en el interés óptimo de sus clientes y percibir incentivos no permitidos). Se la sanciona con multa de 4.500.000 euros.
(18/18)	Resolución del Consejo de la CNMV de 27 de septiembre de 2018 Resuelve, en lo relativo a uno de los miembros del consejo de administración de una ESI, el expediente sancionador incoado a la ESI y a sus consejeros por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 283.3 del TRLMV (por incumplimiento de normas de gobierno corporativo y deficiencias graves en los sistemas de control y los procedimientos administrativos y contables). Se le sanciona con multa por importe de 40.000 euros.
(19/18)	Resolución del Consejo de la CNMV de 27 de septiembre de 2018 Resuelve el expediente sancionador incoado a una entidad de crédito por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 284.1 del TRLMV (por diversos incumplimientos de normas de conducta). Se la sanciona con multa de 350.000 euros.
(20/18)	Resolución del Consejo de la CNMV de 27 de septiembre de 2018 Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona jurídica por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99, letra p), de la LMV (por no comunicación de participaciones significativas en una sociedad cotizada). Se la sanciona con multa de 170.000 euros.
(21/18)	Resolución del Consejo de la CNMV de 27 de septiembre de 2018 Resuelve el expediente sancionador incoado a cuatro personas físicas por la presunta comisión: i) tres de ellas, de una infracción muy grave del artículo 99, letra o), de la LMV (por la comunicación ilícita de información privilegiada, una de ellas, y la utilización de dicha información privilegiada las otras dos); y ii) la cuarta persona física, por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 100, letra x), de la LMV (por la utilización de información privilegiada). Se las sanciona con multas por importe global de 1.120.000 euros.
(22/18)	Resolución del Consejo de la CNMV de 27 de septiembre de 2018 Resuelve el expediente sancionador incoado a una ESI por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 296.5 del TRLMV (en relación con la no aplicación de políticas y procedimientos adecuados para evitar conflictos de interés) y de una infracción muy grave del artículo 284.1 del TRLMV (por incumplimiento de normas de conducta). Se la sanciona con multas por importe global de 300.000 euros.
(23/18)	Resolución del Consejo de la CNMV de 27 de septiembre de 2018

Referencia Resoluciones

Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona física por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 295.4 del TRLMV (por manipulación de mercado) y a la sucursal en España de una entidad de crédito extranjera por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 295.6 del TRLMV (por no comunicación de operaciones sospechosas de abuso de mercado). Se la sanciona con multas de 15.000 y 40.000 euros, respectivamente.

(24/18) Resolución del Consejo de la CNMV de 30 de octubre de 2018

Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona jurídica por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 286.6 del TRLMV (por realización de ventas en corto prohibidas por la CNMV). Se la sanciona con multa de 150.000 euros.

Relación de resoluciones judiciales recaídas en recursos contencioso-administrativos (R.C.A.) durante 2018 contra resoluciones en materia de sanciones

III.3

N.º	Fecha	Tribunal	N.º de R.C.A.	Resolución	Acto recurrido
1	11/01/2018	Audiencia Nacional	1/2016	Sentencia	Resolución MECC 23/12/2015
<p>Estima parcialmente el recurso contencioso-administrativo interpuesto por una persona física contra resolución del Ministerio de Economía y Competitividad de 23 de diciembre de 2015 (que confirma en reposición orden del mismo ministerio de 7 de julio de 2015) y rebaja la cuantía de la sanción impuesta en relación con una infracción muy grave del artículo 99, letra p), de la LMV.</p>					
2	06/02/2018	Audiencia Nacional	335/2015	Sentencia	Resolución MECC 03/07/2015
<p>Confirma la sanción impuesta a una persona física, en relación con una infracción grave del artículo 100, letra e), de la LMV, por resolución del Consejo de la CNMV de 25 de noviembre de 2014, confirmada en alzada por resolución del Ministerio de Economía y Competitividad de 3 de julio de 2015.</p>					
3	07/02/2018	Audiencia Nacional	302/2016	Sentencia	Resolución MECC 20/07/2016
<p>Confirma las sanciones impuestas a una entidad de crédito, en relación con dos infracciones muy graves del artículo 99, letra z) bis, de la LMV, por resolución del Ministerio de Economía y Competitividad de 20 de julio de 2016 que confirma en reposición orden del mismo ministerio de 2 de julio de 2015.</p>					
4	22/02/2018	Audiencia Nacional	837/2016	Sentencia	Resolución MECC 02/09/2016
<p>Confirma la sanción impuesta a una entidad de crédito, en relación con una infracción grave del artículo 100, letra w), de la LMV, por resolución del Consejo de la CNMV de 25 de marzo de 2015, confirmada en alzada por resolución del Ministerio de Economía y Competitividad de 2 de septiembre de 2016.</p>					
5	23/03/2018	Tribunal Supremo	340/2013	Sentencia	Sentencia AN 01/07/2015
<p>Estima el recurso de casación interpuesto por la Administración General del Estado contra sentencia de la Audiencia Nacional (en adelante, SAN) de 1 de julio de 2015, que anulaba la sanción impuesta a una entidad de crédito, en relación con una infracción grave del artículo 100, letra t), de la LMV, por resolución del Consejo de la CNMV de 13 de junio de 2012, confirmada en alzada por resolución del Ministerio de Economía y Competitividad de 16 de mayo de 2013, y confirma la sanción inicialmente impuesta. Asimismo, desestima el recurso de casación interpuesto contra la misma sentencia por la entidad de crédito y confirma la sanción impuesta a esta, en relación con una infracción muy grave del artículo 99, letra z bis), de la LMV, por orden del Ministerio de Economía y Competitividad de 20 de julio de 2012, confirmada en reposición por resolución del mismo ministerio de 16 de mayo de 2013.</p>					
6	23/03/2018	Audiencia Nacional	38/2015	Sentencia	Orden MECC 19/01/2015
<p>Estima parcialmente el recurso contencioso-administrativo interpuesto por una persona física contra orden del Ministerio de Economía y Competitividad de 19 de enero de 2015 que le impone una sanción en relación con una infracción muy grave del artículo 99, letra p), de la LMV, y rebaja la cuantía de la multa impuesta.</p>					
7	17/04/2018	Tribunal Supremo	105/2015	Sentencia	Sentencia AN 26/01/2017
<p>Desestima el recurso de casación interpuesto contra SAN de 26 de enero de 2017, confirmando la sanción impuesta a la entidad de crédito recurrente, en relación con una infracción grave del artículo 100, letra j) bis, de la LMV, por resolución del Consejo de la CNMV de 10 de abril de 2014, confirmada en alzada por resolución del Ministerio de Economía y Competitividad de 2 de marzo de 2015.</p>					
8	10/05/2018	Audiencia Nacional	889/2016	Sentencia	Resolución MECC 22/09/2016
<p>Confirma la sanción impuesta a una ESI, en relación con una infracción grave del artículo 100, letra w), de la LMV, por resolución del Consejo de la CNMV de 20 de abril de 2016, confirmada en alzada por resolución del Ministerio de Economía y Competitividad de 22 de septiembre de 2016.</p>					
9	14/05/2018	Tribunal Supremo	415/2015	Auto	Sentencia AN 02/11/2017
<p>Admite el recurso de casación número 631/2018 interpuesto por la Administración General del Estado contra SAN de 2 de noviembre de 2011, que anula las sanciones impuestas a una entidad de crédito en relación con dos infracciones muy graves del artículo 99, letra z) bis, de la LMV, por considerar la cuestión planteada de interés casacional objetivo para la formación de jurisprudencia. Asimismo, inadmite el recurso de casación interpuesto por la entidad de crédito en relación con la misma sentencia que confirma otra sanción impuesta, con relación a una tercera infracción muy grave del mismo artículo y texto legal.</p>					
10	24/05/2018	Audiencia Nacional	911/2016	Sentencia	Resolución MECC 21/09/2016
<p>Confirma la sanción impuesta a una entidad de crédito, en relación con una infracción grave del artículo 100, letra w), de la LMV, por resolución del Consejo de la CNMV de 25 de marzo de 2015, confirmada en alzada por resolución del Ministerio de Economía y Competitividad de 21 de septiembre de 2016.</p>					
11	24/05/2018	Audiencia Nacional	929/2016	Sentencia	Resolución MECC 02/09/2016
<p>Confirma la sanción impuesta a una entidad de crédito, en relación con una infracción muy grave del artículo 99, letra z) bis, de la LMV, por orden del Ministerio de Economía y Competitividad de 5 de junio de 2015, confirmada en reposición por resolución del mismo ministerio de 2 de septiembre de 2016.</p>					

Relación de resoluciones judiciales recaídas en recursos contencioso-administrativos (R.C.A.) durante 2018 contra resoluciones en materia de sanciones (continuación)

III.3

N.º	Fecha	Tribunal	N.º de R.C.A.	Resolución	Acto recurrido
12	28/05/2018	Tribunal Supremo	242/2015	Auto	Sentencia AN 04/10/2017
Admite el recurso de casación número 635/2018 interpuesto contra SAN de 4 de octubre de 2017, por considerar la cuestión planteada de interés casacional objetivo para la formación de jurisprudencia.					
13	30/05/2018	Tribunal Supremo	1/2017 DF	Auto	Sentencia AN 28/11/2017
Inadmite, por carecer manifiestamente de interés casacional, el recurso de casación número 1487/2018 interpuesto contra SAN de 28 de noviembre de 2017.					
14	31/05/2018	Audiencia Nacional	119/2017	Sentencia	Resolución MECC 12/12/2016
Confirma la sanción impuesta a una SGIIIC, en relación con una infracción muy grave del artículo 99, letra p), de la LMV, por resolución del Consejo de la CNMV de 17 de febrero de 2016, confirmada en alzada por resolución del Ministerio de Economía y Competitividad de 12 de diciembre de 2016.					
15	14/06/2018	Audiencia Nacional	30/2015	Sentencia	Resolución MECC 24/11/2014
Estima parcialmente el recurso contencioso-administrativo interpuesto por una EAFI y su administrador único contra resolución del Ministerio de Economía y Competitividad de 24 de noviembre de 2014 (que confirma en reposición orden del mismo ministerio de 18 de julio de 2014) y rebaja la cuantía de las sanciones impuestas a ambos en relación con una infracción muy grave del artículo 99, letra z) bis, de la LMV.					
16	09/07/2018	Tribunal Supremo	302/2016	Auto	Sentencia AN 07/02/2018
Inadmite, por carecer manifiestamente de interés casacional, el recurso de casación número 2909/2018 interpuesto contra SAN de 7 de febrero de 2018.					
17	17/07/2018	Audiencia Nacional	471/2017	Sentencia	Resolución MECC 30/05/2017
Confirma la sanción impuesta a una entidad de crédito, en relación con una infracción grave del artículo 296.6 del TRLMV, por resolución del Consejo de la CNMV de 15 de julio de 2016, confirmada en alzada por resolución del Ministerio de Economía y Competitividad de 30 de mayo de 2017.					
18	08/10/2018	Audiencia Nacional	599/2018	Auto	Resolución CNMV 26/07/2018
Inadmite el recurso contencioso-administrativo interpuesto por una persona física contra la resolución de fecha 26 de julio de 2018, que desestima el recurso de reposición interpuesto contra la providencia de prueba dictada por los instructores de un expediente sancionador con fecha 14 de junio de 2018.					
19	11/10/2018	Audiencia Nacional	135/2017	Sentencia	Resolución MECC 15/12/2016
Confirma la sanción impuesta a un SMN (en relación con una infracción muy grave del artículo 99, letra c), de la LMV) por orden del Ministerio de Economía y Competitividad de 14 de septiembre de 2015, confirmada en reposición por resolución del mismo ministerio de 15 de diciembre de 2016.					
20	15/10/2018	Tribunal Supremo	1/2016	Auto	Sentencia AN 11/01/2018
Admite el recurso de casación número 1857/2018 interpuesto contra SAN de 11 de enero de 2018, por considerar la cuestión planteada de interés casacional objetivo para la formación de jurisprudencia.					
21	16/10/2018	Audiencia Nacional	26/2015	Sentencia	Resolución MECC 24/11/2014
Confirma las sanciones impuestas a una EAFI y a su administrador único (en relación con una infracción grave del artículo 100, letra d), de la LMV), por resolución del Consejo de la CNMV de 23 de junio de 2014, confirmada en alzada por resolución del Ministerio de Economía y Competitividad de 24 de noviembre de 2014.					
22	02/11/2018	Tribunal Supremo	889/2016	Auto	Sentencia AN 10/05/2018
Inadmite, por carecer manifiestamente de interés casacional, el recurso de casación número 4922/2018 interpuesto contra SAN de 10 de mayo de 2018.					
23	26/11/2018	Tribunal Supremo	911/2016	Auto	Sentencia AN 24/05/2018
Admite el recurso de casación número 5124/2018 interpuesto contra SAN de 24 de mayo de 2018, por considerar la cuestión planteada de interés casacional objetivo para la formación de jurisprudencia.					
24	03/12/2018	Audiencia Nacional	886/2016	Sentencia	Resolución MECC 23/12/2016
Confirma la sanción impuesta a una persona física (en relación con una infracción muy grave del artículo 99, letra p), de la LMV) por resolución del Consejo de la CNMV de 18 de mayo de 2016, confirmada en alzada por resolución del Ministerio de Economía y Competitividad de 23 de diciembre de 2016.					
25	05/12/2018	Audiencia Nacional	617/2017	Sentencia	Resolución MEIC 20/06/2017
Confirma las sanciones impuestas a una ESI (en relación con dos infracciones muy graves del artículo 99, letra l), de la LMV) por resolución del Consejo de la CNMV de 21 de septiembre de 2016, confirmada en alzada por resolución del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad de 20 de junio de 2017.					
26	10/12/2018	Tribunal Supremo	409/2016	Auto	Sentencia AN 16/11/2017
Inadmite, por carecer manifiestamente de interés casacional, el recurso de casación número 998/2018 interpuesto contra SAN de 16 de noviembre de 2017.					

Anexos legislativos

A Legislación española

A.1 Comisión Nacional del Mercado de Valores

- **Acuerdo de 27 de septiembre de 2018**, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre delegación de competencias.
- **Real Decreto-ley 22/2018, de 14 de diciembre**, por el que se establecen herramientas macroprudenciales.

Se introducen en nuestro ordenamiento jurídico medidas macroprudenciales necesarias para hacer frente a posibles vulnerabilidades para el sistema financiero, de forma que el Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones cuenten con los instrumentos y herramientas necesarios para contribuir a mitigar eventuales perturbaciones con un potencial impacto sistémico.

En el caso de los fondos de inversión, se atribuye a la Comisión Nacional del Mercado de Valores potestad para, en determinadas circunstancias, poder fijar requerimientos de liquidez a las instituciones y entidades de inversión colectiva. Las primeras constituyen fondos abiertos —es decir, con capacidad de sus partícipes para hacer retiradas de fondos en cualquier momento—, lo que las hace especialmente vulnerables ante posibles retiradas masivas por tensiones de mercado. Además, estos fondos se comercializan entre particulares, lo que los hace sensibles desde el punto de vista social. Por ello, se modifica el título del artículo 71 septies de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, y se introduce un nuevo apartado 7.

Asimismo, se modifica el título del artículo 87 de 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 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, y se introduce un nuevo apartado 7.

El artículo quinto modifica el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, y habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para poder establecer limitaciones a determinadas actividades por parte de sus entidades supervisadas que generen un aumento excesivo del riesgo o del endeudamiento de los agentes económicos que pudiera afectar a la estabilidad financiera.

Se añade un nuevo artículo 234 bis en el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, con el siguiente contenido:

«Artículo 234 bis. Otras facultades para reforzar la supervisión macroprudencial.

La CNMV podrá introducir límites y condiciones a la actividad de sus entidades supervisadas con la finalidad de evitar un endeudamiento excesivo del sector privado que pueda afectar a la estabilidad financiera».

La disposición adicional única prevé la obligación por parte de los supervisores sectoriales de comunicar a la autoridad que se designe como autoridad macroprudencial la adopción de herramientas macroprudenciales antes de que se comuniquen al público y a los afectados. Hasta la creación de esta autoridad, la disposición transitoria única prevé que estas comunicaciones se realicen al Comité de Estabilidad Financiera.

A.2 Sociedades cotizadas

- **Circular 2/2018, de 12 de junio**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular 5/2013, de 12 de junio, que establece los modelos de informe anual de gobierno corporativo 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, y la Circular 4/2013, de 12 de junio, que establece los modelos de 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.

Hasta ahora, las entidades obligadas habían venido remitiendo sus informes de gobierno corporativo y sobre remuneraciones de sus consejeros utilizando los modelos normalizados establecidos al efecto. Además de los beneficios evidentes de este sistema, también se había detectado una serie de inconvenientes. Entre ellos, cierta falta de flexibilidad para las sociedades, lo que limitaba su habilidad para organizar y estructurar la información en la manera que consideran que mejor explica la historia y evolución de la entidad, e implicaba que algunas sociedades elaborasen, además del modelo normalizado para cumplir sus obligaciones legales, otro modelo con un formato más adaptado a su propio contexto y circunstancias y a la imagen corporativa de la sociedad para distribuir entre sus accionistas, inversores institucionales, asesores de voto y otros grupos de interés.

Por ello, para las sociedades emisoras, se considera conveniente eliminar el carácter obligatorio de los formatos contenidos en los documentos electrónicos normalizados de los informes de gobierno corporativo y sobre remuneraciones de los consejeros establecidos en las Circulares 4/2013 y 5/2013 de la CNMV. Se habilita la posibilidad de que aquellas entidades que no deseen utilizar el documento electrónico normalizado puedan presentar en formato libre los informes, cuyo contenido deberá respetar el contenido mínimo que establezca la normativa, incluida esta circular, y que deberán venir acompañados de apéndices estadísticos con la finalidad de continuar disponiendo de un mínimo de información con formato estandarizado para facilitar su compilación y posterior tratamiento por la CNMV.

El Real Decreto-ley 18/2017, de 24 de noviembre, por el que se modifican el Código de Comercio, el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital,

aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad amplía el alcance de la información a suministrar en el informe anual de gobierno corporativo acerca de las políticas de diversidad aplicadas por la sociedad, debiendo referirse a diversidad de género y, para las entidades que no sean pequeñas y medianas según la definición incluida en la legislación de auditoría de cuentas, también a edad, discapacidad, formación y experiencia profesional de los consejeros.

Además se incorporan algunos ajustes técnicos, tanto en el informe anual de gobierno corporativo como en el informe anual sobre remuneraciones de los consejeros, con el fin de introducir o desarrollar apartados que resultan relevantes para comprender adecuadamente el sistema de gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores y la retribución de los consejeros de las sociedades anónimas cotizadas.

Por último, se ha considerado oportuno incluir un nuevo modelo de informe anual de gobierno corporativo aplicable a las entidades que integran el sector público institucional que sean emisoras de valores, distintos a las acciones, más simplificado y adaptado a las particularidades de estas entidades.

La presente circular entró en vigor el día siguiente al de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado* (16 de julio de 2018) y resultará de aplicación a los informes anuales de gobierno corporativo y a los informes sobre remuneraciones de los consejeros que las entidades obligadas deban presentar correspondientes a los ejercicios cerrados a partir del 31 de diciembre de 2018, inclusive.

A.3 Empresas de servicios de inversión y entidades de crédito

- **Circular 1/2018, de 12 de marzo**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre advertencias relativas a instrumentos financieros.

La Circular 1/2018 resultará de aplicación a aquellas entidades que presten servicios de inversión distintos del servicio de gestión discrecional e individualizada de carteras a clientes minoristas en España: empresas de servicios de inversión, entidades de crédito y sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva españolas, esas mismas entidades extranjeras comunitarias que operen en España mediante sucursal o agente y dichas entidades extranjeras no comunitarias que actúen mediante sucursal o en libre prestación de servicios.

El objetivo de la Circular 1/2018 es aumentar la protección del inversor minorista en el momento de la contratación de determinados instrumentos financieros sofisticados y, al mismo tiempo, mejorar la transparencia en su distribución.

La Circular 1/2018 entrará en vigor tres meses después de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado* (27 de marzo de 2018).

- **Circular 4/2018, de 27 de septiembre**, 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 principales objetivos:

- i) Actualizar los modelos de información reservada establecidos en la Circular 1/2010, que presentan tanto las entidades de crédito como las ESI, para recabar información sobre nuevos aspectos que incorpora la normativa MiFID II, tales como, por ejemplo, las nuevas modalidades de prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión (independiente y no independiente) o la venta cruzada. También se incrementa la información sobre los instrumentos financieros que mantienen los clientes en los intermediarios, que pasa a facilitarse detallada por instrumento. Finalmente, también se introducen otras actualizaciones menores, a la luz de la experiencia acumulada desde la última modificación.
- ii) Actualizar los modelos de estados reservados de las ESI, para recabar información sobre los siguientes aspectos:
 - Las actividades accesorias que puedan desarrollar.
 - La categoría de activos líquidos en los que invierten los saldos transitorios de clientes y las garantías recibidas de estos.
 - El cálculo de los requisitos de capital por gastos fijos generales.

La primera información reservada de la Circular 1/2010, de 28 de julio, a remitir ajustada a los nuevos modelos será la correspondiente al periodo de actividad comprendido entre el 1 de enero y el 31 de marzo de 2019, y se presentará hasta el 20 de abril de 2019. Por lo que respecta a las modificaciones introducidas en la Circular 7/2008, la primera información ajustada a los nuevos modelos será la correspondiente al 30 de abril de 2019, a presentar hasta el 20 de mayo de 2019.

A.4 Instituciones de inversión colectiva, fondos de titulización y entidades de capital riesgo

- **Circular 5/2018, de 26 de noviembre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifican las Circulares 4/2008, 7/2008, 11/2008 y 1/2010, sobre información pública y periódica de Instituciones de Inversión Colectiva, normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de Entidades de Capital de Riesgo, gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva y Entidades de Capital de Riesgo y sucursales de gestoras europeas establecidas en España.

Esta circular tiene por objeto modificar:

- La **Circular 7/2008**, de 26 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, 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 Capital-Riesgo. Se añade, para las SGEIC, un nuevo desglose respecto a las comisiones por asesoramiento financiero a entidades gestionadas o a inversores, la posibilidad de especificar los vehículos en los que está delegada la gestión y desgloses en la cuenta de resultados. Se modifican para las SGEIC los plazos de remisión a la CNMV de la información reservada de estas entidades.

- La **Circular 11/2008**, de 30 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las entidades de capital riesgo. Se añade información referida al tipo de inversor en las ECR, con el desglose previsto en el artículo 75 de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre.
- Las **Circulares 7/2008 y 11/2008**, con el fin de fomentar la tramitación electrónica de documentos ante la CNMV, así como facilitar la puesta a disposición del público de la información, incorporándose la exigencia de presentación, como documento electrónico normalizado, del informe anual de las SGEIC y de las ECR previsto en la Ley 22/2014 antes citada.
- El modelo de informe para los fondos de inversión recogido en el **anexo 1 de la Circular 4/2008**, de 11 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el contenido de los informes trimestrales, semestral y anual de instituciones de inversión colectiva y del estado de posición, al objeto de incluir la información sobre políticas de remuneración establecida en el artículo 46 bis de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC y, también, la información sobre operaciones de financiación de valores que establece el Reglamento (UE) 2015/2365 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre, sobre transparencia de las operaciones de financiación de valores y de reutilización.
- 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. Se modifica con el fin de recabar información (con base en las habilitaciones que la Ley de IIC por la que se permite a las gestoras extranjeras operar en España de acuerdo a las condiciones establecidas en el artículo 55 para las sociedades gestoras autorizadas por la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, y en el artículo 55 bis para las sociedades gestoras reguladas por la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011) sobre las actividades realizadas por las gestoras extranjeras comunitarias que actúen en España a través de sucursal.

A.5 Trasposición de normativa europea

- **Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre**, por el que se modifica el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre.

Este real decreto-ley tiene por objeto completar la trasposición en normas de rango legal de 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; de la Directiva

2016/1034 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de junio de 2016, por la que se modifica la Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados de instrumentos financieros; y de la Directiva Delegada 2017/593/UE de la Comisión, de 7 de abril de 2016, por la que se complementa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la salvaguarda de los instrumentos financieros y los fondos pertenecientes a los clientes, las obligaciones en materia de gobernanza de productos y las normas aplicables a la entrega o percepción de honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios o no monetarios.

- Se modifica el título preliminar de la Ley del Mercado de Valores, que contiene las disposiciones generales y delimita las entidades que quedan excluidas del ámbito de aplicación del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores en relación con el contenido que se corresponde con la Directiva 2014/65/UE.
- Se modifica el capítulo V del título IV para recoger la posibilidad de que la CNMV pueda imponer límites al volumen de una posición neta que se pueda mantener en determinados derivados, así como las obligaciones de difusión y comunicación de posiciones en determinados derivados por parte de los centros de negociación.
- Se modifican los capítulos III, V y VI del título V del texto refundido, que contiene el régimen jurídico aplicable a las empresas de servicios y actividades de inversión.
- Se introduce un nuevo título V bis para regular una realidad que por primera vez se aborda en una directiva europea, como son los servicios de suministro de datos, detallando los elementos fundamentales del procedimiento de autorización al que deben someterse los proveedores de dichos servicios, así como los requisitos de organización interna que deben cumplir.
- Se modifica el título VII, que se refiere a las normas de conducta que deben respetar las empresas de servicios y actividades de inversión para garantizar una adecuada protección al inversor.
- Por lo que se refiere a las facultades de supervisión, se modifican y se añaden algunas de acuerdo con lo dispuesto en la Directiva 2014/65/UE, 15 de mayo de 2014. Se introducen también modificaciones destacadas en el capítulo II del título VIII, que se refiere a la cooperación con otras autoridades. Se añaden cuatro excepciones a la obligación de guardar secreto profesional por parte de la CNMV.
- Se introducen dos nuevos capítulos en el título X relativos a la comunicación de infracciones y a la publicidad de estas, incorporando las novedades derivadas de la normativa europea traspuesta.
- Se dispone que para determinar el alcance de los conceptos contenidos en este real decreto-ley se tendrán en cuenta las definiciones contenidas en la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, y sus normas de desarrollo.

Se incorpora una disposición adicional segunda sobre **resolución alternativa de litigios en materia de consumo**, en la que se dispone que hasta la creación

de la autoridad única competente para la resolución de litigios de consumo en el sector financiero, el servicio de reclamaciones de la CNMV —regulado en el artículo 30 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero— actuará como entidad de resolución alternativa de litigios en el ámbito del mercado de valores.

Este real decreto-ley entró en vigor al día siguiente al de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*. Por excepción, las modificaciones de los artículos 146, 147, 148, 149.2 párrafo segundo, 149.3, 152, 153, 151, 160, 161, 164, 165, 166, 167, 168, 169, 170, 171, 172, 173, 176, 177, 193, 194, 195, 196, 205 y 207 entrarán en vigor en el momento en que lo haga el real decreto que las desarrolle. Se estipuló que lo dispuesto en los artículos 234.2, letra d), y 234.12 no sería de aplicación hasta que no se hubiese aprobado la modificación de la Ley Orgánica 3/2018, de 5 de diciembre, de Protección de Datos (que entró en vigor el 6 de diciembre de 2018) y hubiese entrado en vigor su disposición adicional decimoquinta.

- **Resolución de 18 de octubre de 2018**, del Congreso de los Diputados, por la que se ordena la publicación del Acuerdo de Convalidación del Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre, por el que se modifica el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre.
- **Real Decreto 1464/2018, de 21 de diciembre**, por el que se desarrollan el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre y el Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del Derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de mercado de valores, y por el que se modifican parcialmente 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 y por el que se modifican 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, y otros reales decretos en materia de mercado de valores.

La aprobación del Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores y del Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre, ha supuesto la incorporación al ordenamiento jurídico español de gran parte del paquete regulatorio MiFID II, pero resulta necesario completar la incorporación del mismo con un desarrollo reglamentario. Este real decreto tiene como objetivo finalizar dicha incorporación y completar el desarrollo reglamentario del régimen jurídico del Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, y del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, que ha sido modificado por el Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre, y por otras normas posteriores (de los que recibe la habilitación de desarrollo reglamentario).

Los principios regulatorios que inspiran este real decreto y que emanan del Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, y del Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre, son los siguientes:

- i) Asegurar unos elevados niveles de protección de los inversores en productos financieros, especialmente de los inversores minoristas.

- ii) Mejorar la estructura organizativa de los mercados regulados.
- iii) Mejorar la estructura organizativa y el gobierno corporativo de las empresas.
- iv) Aumentar la seguridad y eficiencia de los mercados de valores.

Contiene:

- El título I está dedicado al régimen jurídico de los mercados regulados.
- El título II regula los límites a las posiciones, detallando los límites al volumen de una posición neta en derivados sobre materias primas y regulando aspectos como la supervisión o la aplicación de límites más restrictivos en casos excepcionales. Dentro de este título se regula también la comunicación de las posiciones en derivados sobre materias primas, derechos de emisión o derivados sobre derechos de emisión, desarrollándose el régimen de las obligaciones de información y clasificación.
- El título III regula la figura de los servicios de suministros de datos.
- La disposición adicional primera dispone la comunicación por parte de la CNMV a la Autoridad Bancaria Europea de las sanciones impuestas a las empresas de servicios de inversión, así como de los recursos interpuestos contra estas y sus resultados.
- La disposición adicional segunda establece que el tratamiento de los datos de carácter personal que deba hacerse como consecuencia de la aplicación de este real decreto debe realizarse conforme al Reglamento (UE) n.º 2016/679 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de abril de 2016, relativo a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de sus datos personales y a la libre circulación de estos datos, y al resto de la normativa sobre protección de datos personales.
- La disposición adicional tercera especifica que en aquellas comunidades autónomas en las que existan mercados de ámbito autonómico, las referencias del real decreto a la CNMV deben entenderse como hechas al organismo autonómico competente.
- La disposición transitoria primera establece un plazo de dos meses para la aplicación de las modificaciones introducidas en 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 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, y de las modificaciones del Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio. En concreto, en relación con el régimen de incentivos regulado en la norma, también se otorga un plazo de dos meses para adaptar aquellos instrumentos financieros que se hubieran comercializado con anterioridad a la entrada en vigor de dichas modificaciones.
- La disposición transitoria segunda recoge las disposiciones necesarias para garantizar la seguridad jurídica en torno a los requisitos aplicables

en las admisiones a negociación reguladas en este real decreto, hasta la completa entrada en vigor del Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE, manteniendo hasta entonces la aplicabilidad de las leyes de trasposición de esta última directiva.

- La disposición transitoria tercera regula la adaptación de las denominaciones sociales por parte de las EAFI, que pasan a denominarse empresas de asesoramiento financiero, o EAF, a la entrada en vigor del Real Decreto.
- La disposición derogatoria única deroga:
 - El Real Decreto 710/1986, de 4 de abril, por el que se crea un segundo mercado de valores en las Bolsas Oficiales de Comercio y se modifican las condiciones de puesta en circulación de títulos de renta fija.
 - El Real Decreto 726/1989, de 23 de junio, sobre Sociedades Rectoras y miembros de las Bolsas de Valores, Sociedad de Bolsas y Fianza Colectiva.
 - El Real Decreto 949/1989, de 28 de julio, sobre comisiones aplicables a las operaciones sobre valores admitidos a negociación en Bolsas de Valores y sobre constitución de los Colegios de Corredores de Comercio de Madrid, Barcelona y Bilbao.
 - El Real Decreto 1416/1991, de 27 de septiembre, sobre operaciones bursátiles especiales y sobre transmisión extrabursátil de valores cotizados y cambios medios ponderados.
 - 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.
 - El Real Decreto 1282/2010, de 15 de octubre, por el que se regulan los mercados secundarios oficiales de futuros, opciones y otros instrumentos financieros derivados.
- La disposición final primera modifica el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores, para acomodarlo a las novedades del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores tras las modificaciones introducidas en la relación de servicios y actividades de inversión por el Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre.
- La disposición final segunda modifica el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, para dar cumplimiento a las reglas de MiFID II sobre las comisiones que pueden cobrarse en relación con los estudios e investigaciones de mercado relativas a los incentivos.
- La disposición final tercera modifica el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28

de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos.

- La disposición final cuarta constituye uno de los ejes de este real decreto y de toda la trasposición de MiFID II al introducir una profunda modificación 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 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.

Se desarrolla reglamentariamente el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión previsto en el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores tras las modificaciones introducidas por el Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre. Se regulan las previsiones incluidas en dicha norma en materia de autorización, actividad, requisitos organizativos, régimen jurídico de las empresas de asesoramiento financiero, protección de activos de los clientes, actuación transfronteriza, vigilancia y control de productos, incentivos y obligaciones de información a clientes y clientes potenciales, y régimen jurídico de las participaciones significativas y obligaciones de información sobre la composición del capital social. Además, se desarrollan los requisitos aplicables a las empresas de servicios de inversión en materia de gobierno corporativo establecidos en el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, los cuales, entre otras cuestiones, suponen el desarrollo reglamentario de la trasposición que se realiza en los artículos 184 a 186 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores; del artículo 91, apartados 8, 9 y 10, de la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, 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, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE —conocida como «CRD IV»—, y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE. Asimismo, también se trasponen los artículos 29.2, 38 y 124.3, referidos a la posibilidad de determinadas empresas de servicios de inversión de efectuar operaciones por cuenta propia con requisitos de capital de entidades que no realizan este tipo de operaciones, al tratamiento de sucursales de entidades de crédito comunitarias en España, y a asegurar el adecuado intercambio de información entre la CNMV y otras autoridades competentes de la Unión Europea, en el caso de entidades españolas controladas por una entidad matriz de la Unión Europea, respectivamente.

En esta disposición final cuarta destaca la trasposición del régimen de incentivos y retrocesiones. En relación con la vigilancia y el control de productos, la disposición final cuarta desarrolla el régimen por el cual las empresas de servicios de inversión que diseñen instrumentos financieros para su comercialización a clientes deberán implementar un proceso previo de aprobación de cada instrumento, para identificar un mercado de clientes finales a los que se dirigirá el instrumento. El objetivo es que las características de los productos sean las más adecuadas para cada tipo de cliente identificado, incluyendo en el análisis lo relativo a los canales de distribución de los instrumentos financieros concernidos. De esta

forma, se refuerza el objetivo de protección al inversor, ya que las cuestiones relativas a la idoneidad del instrumento financiero para el cliente concreto al que se dirige no están presentes ya únicamente en el momento de la comercialización, sino desde la propia concepción y diseño del mismo.

Refuerza tanto la protección al inversor como la capacidad de supervisión de la CNMV, relativa a la obligación de incluir en los registros de las empresas de servicios de inversión las conversaciones telefónicas y comunicaciones electrónicas relacionadas con la ejecución de órdenes por cuenta propia y con la prestación del servicio de recepción, transmisión y ejecución de órdenes.

La disposición final cuarta incluye también ajustes en materia de supervisión de empresas de servicios de inversión, para avanzar en la trasposición completa de la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, 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, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE.

- La disposición final quinta modifica el Real Decreto 84/2015, de 13 de febrero, por el que se desarrolla la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito, con el objetivo de asegurar el adecuado intercambio de información entre el Banco de España y otras autoridades competentes de la Unión Europea, en el caso de entidades españolas controladas por una entidad matriz de la Unión Europea. Con ello se traspone el artículo 124.3 de la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, para entidades de crédito y se completa la trasposición de dicha directiva.
- La disposición final sexta modifica el Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre, sobre compensación, liquidación y registro de valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta, sobre el régimen jurídico de los depositarios centrales de valores y de las entidades de contrapartida central y sobre requisitos de transparencia de los emisores de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, para realizar los ajustes imprescindibles para garantizar su correcta interpretación y aplicación en relación con las novedades de MiFID II relativas a los centros de negociación.

- **Real Decreto-ley 19/2018, de 23 de noviembre**, de servicios de pago y otras medidas urgentes en materia financiera.

El objeto de este real decreto-ley es la regulación de los servicios de pago, relacionados en su apartado 2, que se presten con carácter profesional en territorio español, incluyendo la forma de prestación de dichos servicios, el régimen jurídico de las entidades de pago y el régimen de transparencia e información aplicable a los servicios de pago, así como los derechos y obligaciones respectivos tanto de los usuarios de los servicios de pago como de sus proveedores.

Entre los servicios de pago regulados por este real decreto-ley se incluyen dos nuevos: iniciación de pagos e información sobre cuentas. Ambos servicios suponen el acceso de terceros a las cuentas de los usuarios de servicios de pago.

Desde el punto de vista del ámbito objetivo de aplicación, se mantiene el principio de que el real decreto-ley es de aplicación a todos los servicios que se prestan en territorio español, cualquiera que sea el origen o el destino final de las operaciones

Se deroga la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago.

Además de la regulación anterior, se destaca lo siguiente:

- Disposición final novena. **Modificación del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre.**

Los objetivos que se persiguen con esta modificación son los siguientes:

- i) Llevar a cabo una adecuación formal y técnica de algunas de sus disposiciones.

La disposición final novena realiza algunas adaptaciones técnicas del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. La necesidad de estas adaptaciones se ha puesto de manifiesto tras llevarse a cabo su modificación por parte del Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre, por el que se modifica el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, y buscan dar plena efectividad a las novedades introducidas en la norma de referencia en materia de mercado de valores. El Real Decreto-ley 14/2018 avanzó en la incorporación a nuestro ordenamiento jurídico del paquete normativo MiFID II y su aprobación resultó de extraordinaria y urgente necesidad, en primer lugar, porque el plazo de trasposición de esta directiva estaba vencido y la Comisión Europea había demandado al Reino de España ante el Tribunal de Justicia de la Unión Europea por su falta de trasposición completa; en segundo lugar, para evitar graves perjuicios derivados de la incertidumbre regulatoria a las empresas de servicios y actividades de inversión españolas; en tercer lugar, porque la falta de trasposición en plazo estaba afectando a la capacidad de atracción del mercado español como mercado en el que se puedan instalar nuevas empresas de servicios y actividades de inversión; y, en cuarto lugar, por la extraordinaria y urgente necesidad de dotar a la CNMV de las nuevas facultades de supervisión y de las herramientas de cooperación interadministrativas que MiFID II otorgaba a los organismos públicos supervisores de las empresas de servicios y actividades de inversión y mercados de valores de la Unión Europea.

- ii) Adaptar la norma a distintos reglamentos europeos recientes cuya entrada en vigor y aplicación efectiva ya se ha producido, en concreto:

- El Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2016, sobre los índices utilizados como referencia en los instrumentos financieros y en los contratos financieros o para medir la rentabilidad de los fondos de inversión, y por el que se modifican las

Directivas 2008/48/CE y 2014/17/UE y el Reglamento (UE) n.º 596/2014.

- El Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el 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.
- El 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.
- El Reglamento (UE) n.º 2015/2365 del Parlamento Europeo y del Consejo de 25 de noviembre de 2015 sobre transparencia de las operaciones de financiación de valores y de reutilización y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012.

iii) **Completar la trasposición de dos directivas parcialmente traspuestas.** Por una parte, la Directiva de Ejecución (UE) 2015/2392 de la Comisión, de 17 de diciembre de 2015, relativa al Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a la comunicación de posibles infracciones o infracciones reales de dicho reglamento a las autoridades competentes; y la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, 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, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE.

Se introduce seguridad jurídica en nuestro ordenamiento a través de la adaptación del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (especialmente de su régimen sancionador) a los reglamentos europeos ya vigentes. Aunque estos reglamentos ya eran de directa aplicación, se adapta el ordenamiento nacional a ellos para introducir certidumbre en los operadores y en la labor supervisora de la CNMV. De esta forma, la norma vertebradora de la regulación aplicable a los mercados de valores queda plenamente adaptada al derecho europeo vigente, asegurando que la CNMV cuenta con todos los instrumentos de supervisión necesarios para garantizar el buen funcionamiento de dichos mercados y la adecuada protección del inversor.

- Disposición final segunda. **Modificación de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.** Se adapta nuestro ordenamiento al Reglamento (UE) n.º 2017/1131 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre fondos del mercado monetario, que establece una regulación armonizada para este tipo de fondos de inversión y que impone a los Estados miembros la obligación de establecer un régimen sancionador. Desde el 21 de julio de 2018 dicho reglamento

es de aplicación, por lo que se incluye el régimen sancionador de los incumplimientos de dicha norma europea en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva con vistas a establecer los tipos infractores que reflejen los incumplimientos de las obligaciones del reglamento.

Se destaca que los reglamentos de la Unión Europea imponían a los Estados miembros la obligación de notificar a la Comisión Europea, antes de una fecha determinada, las sanciones administrativas que hubiesen incorporado en sus ordenamientos jurídicos para garantizar su eficacia. Dichas fechas límite eran las siguientes: Reglamento (UE) n.º 2016/1011, el 1 de enero de 2018; Reglamento (UE) n.º 1286/2014, el 31 de diciembre de 2016; Reglamento (UE) n.º 2015/2365, el 13 de julio de 2017; y Reglamento (UE) n.º 2017/1131, el 21 de julio de 2018.

- Disposición final primera. **Modificación de la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores.** Actualiza la lista de sistemas de pagos y de liquidación de valores tras la integración de la comunidad española en la plataforma paneuropea TARGET2-Securities.
- Disposición final octava. **Modificación de la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión.** Esta modificación pretende trasponer correctamente lo previsto para las sucursales de entidades establecidas fuera de la Unión Europea en la 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. En este sentido, se hace también necesaria la modificación del artículo 53 para aclarar que el FROB podrá recaudar contribuciones de las sucursales en España de entidades establecidas fuera de la Unión Europea. Asimismo, esta disposición final contiene provisiones para clarificar las facultades del FROB como autoridad de resolución ejecutiva en el momento de llevar a cabo una resolución, con respecto a las limitaciones y requisitos exigidos en la normativa societaria, de acuerdo con la Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014.
- Disposición final sexta. **Modificación de la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito.** Se adapta a la actividad de prestación de servicios de pago y completa la adaptación de la normativa a la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, 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. Destaca especialmente la habilitación de un canal adecuado para que toda persona que disponga de conocimiento o sospecha fundada de incumplimiento de las obligaciones en materia de supervisión prudencial de entidades de crédito previstas en dicha ley y su normativa de desarrollo tenga la posibilidad y el derecho de comunicarlo al Banco de España con las debidas garantías (también conocido como *whistleblowing*).

Además, dispone que todos los centros de actividad establecidos en territorio español por entidades de crédito europeas cuya administración central se encuentre en otro Estado miembro se considerarán una única sucursal, y se asegura el adecuado intercambio de información entre el Banco de España y otras autoridades competentes de la Unión Europea, en el caso de entidades españolas controladas por una entidad matriz de la Unión Europea.

- Disposición final séptima. **Modificación de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.** Atribuye al Banco de España la autorización de los establecimientos financieros de crédito híbridos. En la medida que los establecimientos financieros de crédito híbridos prestan servicios de pago, esta modificación es coherente con el hecho de que se le atribuyan al Banco de España las competencias en materia de autorización de las entidades de pago en este real decreto-ley.
- Disposición final cuarta. **Modificación del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio.** Modifica la Ley de Sociedades de Capital añadiendo un nuevo supuesto en el que no es posible la separación del accionista por falta de distribución de dividendos para el caso de los socios de las entidades de crédito y otras entidades financieras que no sean sociedades cotizadas sujetas al Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012.

Se añade una disposición adicional undécima al texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, sobre el derecho de separación en instituciones financieras.

- Disposición final tercera. **Modificación de la Ley 22/2007, de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores.** Se adapta a las exigencias de la Directiva (UE) 2015/2366 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2015, la regulación sobre comercialización a distancia de servicios financieros.

Este real decreto-ley entró en vigor el día siguiente al de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*. No obstante:

- i) Los títulos II y III serán de aplicación a los tres meses de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*.
- ii) Las medidas de seguridad a las que se refieren los artículos 37, 38, 39 y 68 serán de aplicación una vez hayan transcurrido 18 meses desde la entrada en vigor del Reglamento Delegado (UE) 2018/389 de la Comisión, de 27 de noviembre de 2017, por el que se complementa la Directiva (UE) 2015/2366 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las normas técnicas de regulación para la autenticación reforzada de clientes y unos estándares de comunicación abiertos, comunes y seguros, sin perjuicio de que hasta esa fecha ningún proveedor de servicios de pago gestor de cuenta

podrá impedir o dificultar la utilización de servicios de iniciación de pagos y servicios de información sobre cuentas en relación con las cuentas de cuya gestión se encargue.

- iii) La redacción dada a los artículos 119.3 y 121.1 de la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito, por la disposición final sexta.

- **Ley 11/2018, de 28 de diciembre**, por la que se modifica el Código de Comercio, el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad.

Mediante esta ley se incorpora al derecho español la Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2014, por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y grupos. Tiene como objetivo identificar riesgos para mejorar la sostenibilidad y aumentar la confianza de los inversores, los consumidores y la sociedad en general y para ello incrementa la divulgación de información no financiera, como pueden ser los factores sociales y medioambientales.

Por otro lado, la Directiva 2014/95/UE amplía el contenido exigido en el informe anual de gobierno corporativo que deben publicar las sociedades anónimas cotizadas, en aras de mejorar la transparencia, facilitando la comprensión de la organización empresarial y de los negocios de la empresa de la que se trate. La nueva obligación para estas sociedades consiste en la divulgación de las «políticas de diversidad de competencias y puntos de vista» que apliquen a su órgano de administración respecto a cuestiones como la edad, el sexo, la discapacidad, o la formación y experiencia profesional. En caso de que la sociedad no aplicase una política de diversidad, no existe obligación alguna de establecerla, aunque la declaración sobre gobernanza empresarial ha de explicar claramente el motivo por el que no se aplica.

Transitoriedad. Aplicación:

- i) Las modificaciones introducidas por esta ley, mediante los artículos primero, segundo y tercero, serán de aplicación para los ejercicios económicos que se inicien a partir del 1 de enero de 2018.

Por excepción, las modificaciones introducidas por esta ley mediante el artículo segundo, apartado seis, en el artículo 348 bis del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, serán de aplicación a las juntas generales que se celebren a partir del mismo día de su entrada en vigor.

- ii) Los dos ejercicios consecutivos computables, a efectos de lo dispuesto en los artículos 49.5, letra b), del Código de Comercio y 262.5, letra b), del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, serán el que se inicie a partir del 1 de enero de 2018 y el inmediatamente anterior.

- iii) Transcurridos tres años de la entrada en vigor de esta ley, la obligación de presentar el estado de información no financiera consolidado previsto en los apartados 49.5, letra b), del Código de Comercio y 262.5, letra b), del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital será de aplicación a todas aquellas sociedades con más de 250 trabajadores que bien tengan la consideración de entidades de interés público de conformidad con la legislación de auditoría de cuentas —exceptuando a las entidades que tienen la calificación de empresas pequeñas y medianas de acuerdo con la Directiva 34/2013— o bien, durante dos ejercicios consecutivos reúnan, a la fecha de cierre de cada uno de ellos, al menos una de las circunstancias siguientes:
- Que el total de las partidas del activo sea superior a 20 millones de euros.
 - Que el importe neto de la cifra anual de negocios supere los 40 millones de euros.

Se incorporan siete disposiciones finales, de las que la primera modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (modificación de los artículos 17, 18, 28, 40, 71 ter, nuevo 48 bis y modificación del régimen sancionador); la segunda, la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago; y la tercera, la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización, a efectos de la reducción de cargas administrativas en la constitución de sociedades, igual que se modifica el artículo 62 del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital en el artículo segundo de esta ley.

A.6 Otras normas

- **Real Decreto-ley 11/2018, de 31 de agosto**, de transposición de directivas en materia de protección de los compromisos por pensiones con los trabajadores, prevención del blanqueo de capitales y requisitos de entrada y residencia de nacionales de países terceros y por el que se modifica la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas.
- **Real Decreto 1112/2018, de 7 de septiembre**, sobre accesibilidad de los sitios web y aplicaciones para dispositivos móviles del sector público.

Este real decreto tiene por objeto garantizar los requisitos de accesibilidad de los sitios web y aplicaciones para dispositivos móviles de los organismos del sector público y otros obligados incluidos en su ámbito de aplicación. A los efectos de este real decreto, se entiende por accesibilidad el conjunto de principios y técnicas que se deben respetar al diseñar, construir, mantener y actualizar los sitios web y las aplicaciones para dispositivos móviles con el fin de garantizar la igualdad y la no discriminación en el acceso de las personas usuarias, en particular de las personas con discapacidad y de las personas mayores.

Este real decreto entró en vigor el día siguiente al de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado* con las siguientes excepciones:

- Para los sitios web, las disposiciones previstas en los artículos 10.2, letra b), 12 y 13 serán de aplicación al año de la entrada en vigor de este real decreto, y a los dos años para los sitios web ya publicados.
 - Todas las disposiciones relativas a aplicaciones para dispositivos móviles serán de aplicación desde el 23 de junio de 2021.
- **Ley Orgánica 3/2018, de 5 de diciembre**, de Protección de Datos Personales y garantía de los derechos digitales.

Esta ley orgánica tiene por objeto:

- i) Adaptar el ordenamiento jurídico español al Reglamento (UE) 2016/679 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de abril de 2016, relativo a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de sus datos personales y a la libre circulación de estos datos, y completar sus disposiciones. El derecho fundamental de las personas físicas a la protección de datos personales, amparado por el artículo 18.4 de la Constitución, se ejercerá con arreglo a lo establecido en el Reglamento (UE) 2016/679 y en esta ley orgánica.
- ii) Garantizar los derechos digitales de la ciudadanía conforme al mandato establecido en el artículo 18.4 de la Constitución.

Se introducen las modificaciones necesarias de la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil; la Ley 29/1998, de 13 de julio, reguladora de la Jurisdicción Contencioso-administrativa; la Ley Orgánica 6/1985, de 1 de julio, del Poder Judicial; la Ley 19/2013, de 9 de diciembre, de transparencia, acceso a la información pública y buen gobierno; la Ley Orgánica 5/1985, de 19 de junio, del Régimen Electoral General; la Ley 14/1986, de 25 de abril, General de Sanidad; la Ley 41/2002, de 14 de noviembre, básica reguladora de la autonomía del paciente y de derechos y obligaciones en materia de información y documentación clínica; y la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas.

Además, en relación con la garantía de los derechos digitales, también se introducen modificaciones en la Ley Orgánica 2/2006, de 3 de mayo, de Educación y en la Ley Orgánica 6/2001, de 21 de diciembre, de Universidades, así como en el texto refundido de la Ley del Estatuto de los Trabajadores y en el texto refundido de la Ley del Estatuto Básico del Empleado Público.

Se deroga la Ley Orgánica 15/1999, de 13 de diciembre, de Protección de Datos de Carácter Personal y el Real Decreto-ley 5/2018, de 27 de julio, de medidas urgentes para la adaptación del Derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de protección de datos.

- **Real Decreto-ley 21/2018, de 14 de diciembre**, de medidas urgentes en materia de vivienda y alquiler.

Este real decreto-ley contempla un conjunto de medidas de carácter urgente para mejorar el acceso a la vivienda y favorecer el alquiler asequible.

- **Comunicado conjunto de la CNMV y el Banco de España sobre criptomonedas e *initial coin offerings* (ICO).**

A través de este comunicado, la CNMV y el Banco de España informan sobre:

- **La situación actual de las criptomonedas y las ofertas iniciales de criptomonedas (ICO).**

La CNMV y el Banco de España insisten en que: i) las criptomonedas, entre las que se encuentra el *bitcoin*, no están respaldadas por ninguna autoridad pública ni banco central; ii) pese a que pueden concebirse como una alternativa al dinero de curso legal, no existe obligación alguna de aceptarlas como medio de pago; iii) poseen una circulación muy limitada y tienen una volatilidad muy marcada, haciendo especial énfasis en este último extremo al señalar la caída de más del 65% del valor medio del *bitcoin* desde los máximos de diciembre (16.000 euros) hasta principios de febrero (precio inferior a 5.500 euros).

Asimismo se advierte de que, hasta la fecha, ninguna emisión de criptomoneda ni ninguna ICO ha sido registrada, autorizada o verificada por ningún organismo supervisor en España, lo que impide a sus adquirentes beneficiarse de las garantías o protecciones previstas en la normativa relativa a productos bancarios o de inversión.

- **La dualidad del concepto de ICO, entendiéndose este como la emisión de criptomonedas o como emisión de derechos de diversa naturaleza, denominados *tokens*.**

Atendiendo al comunicado, existen dos tipos de *tokens*:

- *Security tokens*: otorgan, con carácter general, una participación en los ingresos futuros o el aumento del valor de la entidad emisora o de un negocio.
- *Utility tokens*: conceden el derecho a acceder a un servicio o recibir un producto, haciéndose alusión, normalmente en la oferta, a expectativas de revalorización y de liquidez o a la posibilidad de negociarlos en mercados específicos.

Finalmente, se sugiere a los potenciales adquirentes o participantes de criptomonedas o ICO que tengan en consideración: i) que se trata de un ámbito carente de regulación; ii) los problemas derivados del carácter transfronterizo de esta operativa; iii) el riesgo elevado de perder el capital invertido, como consecuencia de la falta intrínseca de valor y su fuerte dependencia tecnológica; iv) la iliquidez y volatilidad extrema; y v) el carácter inadecuado —especialmente en el caso de las ICO— de la información.

Cabe destacar que la autoridad bancaria europea (EBA) y la competente en materia de seguros y pensiones de jubilación (EIOPA), junto con ESMA, coinciden con las consideraciones contenidas en el comunicado, siendo una muestra de ello el documento publicado por ESMA en el que se advier-

te a los consumidores sobre los riesgos de las monedas virtuales o criptomonedas.

– **Consideraciones de la CNMV sobre criptomonedas e ICO dirigidas a los profesionales del sector financiero.**

En adición a lo indicado por la CNMV en su anterior comunicación, se ponen de manifiesto a través de este documento i) las distintas modalidades de comercialización o adquisición de criptomonedas detectadas y ii) su opinión sobre el trato que realmente deberían merecer las ICO.

- **Modalidades de comercialización de las criptomonedas.** Al margen de la comercialización «directa», la CNMV señala la comercialización a través de: i) contratos por diferencias; ii) futuros, opciones y otros derivados; iii) fondos de inversión u otro tipo de vehículos de inversión colectiva que inviertan en criptomonedas; o iv) bonos estructurados cuyo subyacente sean criptomonedas. Asimismo, el supervisor advierte que tales medios no han de tenerse por únicos, dada la innovación constante en productos y canales.
- **Tratamiento de las ICO.** La CNMV considera que la mayoría de las ICO deberían ser tratadas como emisiones u ofertas públicas de valores negociables, ya que, a su juicio, tales operaciones serían subsumibles en la definición de valor negociable prevista en el artículo 2.1 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (TRLMV), en aquellos casos en lo que los *tokens*:
 - i) Atribuyan derechos o expectativas de participación en la potencial revalorización o rentabilidad de negocios o proyectos o, en general, que presenten u otorguen derechos equivalentes o parecidos a los propios de las acciones, obligaciones u otros instrumentos financieros incluidos en el artículo 2 del TRLMV.
 - ii) Den derecho a acceder a servicios o a recibir bienes o productos que se ofrezcan haciendo referencia, explícita o implícitamente, a la expectativa de obtención por el comprador o inversor de un beneficio, como consecuencia de su revalorización o de alguna remuneración asociada al instrumento, o mencionando su liquidez o posibilidad de negociación en mercados equivalentes o pretendidamente similares a los mercados de valores sujetos a la regulación.

Estas ICO, a las que hacen referencia los expositivos i) y ii) anteriores, estarían sujetas, en consecuencia, a la normativa establecida al efecto y, en particular, a lo previsto en MiFID II, en 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 y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE, y en 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 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.

– **Preguntas y respuestas dirigidas a empresas *fintech* sobre actividades y servicios que pueden tener relación con la CNMV.**

La CNMV abrió en diciembre de 2016 un punto de contacto (el Portal FinTech) con el objetivo de promover las iniciativas en el ámbito de la tecnología financiera (*fintech*) que permitan ofrecer modelos de negocio más orientados al inversor final y mejorar la eficiencia y la competitividad de los mercados financieros en España.

A través del Portal FinTech, la CNMV ha colaborado con los promotores y entidades financieras que lo han solicitado, proporcionando ayuda sobre la interpretación y aplicación de aspectos normativos del mercado de valores que pudieran afectar a sus proyectos.

Esta colaboración ha permitido a la CNMV conocer de primera mano algunas de las demandas y necesidades del sector *fintech* en España y ha derivado en la fijación de criterios sobre determinadas cuestiones que se ponen a disposición del público con este documento en formato de preguntas y respuestas (última actualización, septiembre de 2018).

B Legislación europea

B.1 Emisores y cotizadas

- **Reglamento (UE) 2018/498 de la Comisión, de 22 de marzo de 2018**, que modifica el Reglamento (CE) n.º 1126/2008, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) n.º 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la Norma Internacional de Información Financiera 9.
- **Reglamento (UE) 2018/400 de la Comisión, de 14 de marzo de 2018**, que modifica el Reglamento (CE) n.º 1126/2008, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) n.º 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la Norma Internacional de Contabilidad (NIC) 40.
- **Reglamento (UE) 2018/946 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2018**, por el que se sustituyen los anexos A y B del Reglamento (UE) 2015/848 sobre procedimientos de insolvencia.

Normas técnicas de regulación y normas técnicas de ejecución de la Comisión

- **Reglamento Delegado (UE) 2018/990 de la Comisión, de 10 de abril de 2018**, por el que se modifica y complementa el Reglamento (UE) 2017/1131 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las titulizaciones y los pagarés de titulización simples, transparentes y normalizados, los requisitos aplicables a los activos recibidos en el marco de pactos de recompra inversa y los métodos de evaluación de la calidad crediticia.
- **Reglamento de Ejecución (UE) 2018/1212 de la Comisión, de 3 de septiembre de 2018**, por el que se establecen requisitos mínimos de ejecución de las disposiciones de la Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a la identificación de los accionistas, la transmisión de información y la facilitación del ejercicio de los derechos de los accionistas.

El reglamento de ejecución establece los formatos normalizados, la forma, los requisitos mínimos y el idioma en que deben presentarse o proporcionarse, entre otros extremos: i) la solicitud de revelación de la información sobre la identidad y las respuestas de los accionistas; ii) la información que debe transmitirse respecto a la convocatoria de juntas generales; y iii) la confirmación de la recepción y del registro y el recuento de votos.

Asimismo, hace referencia a: i) los plazos que han de observar los emisores y los intermediarios en los actos societarios, entendiéndose por estos toda actuación iniciada por el emisor o un tercero que implique el ejercicio de los derechos derivados de las acciones y que pueda o no afectar a la acción subyacente, tales como la distribución de los beneficios o una junta general; (ii) los procesos de identificación de los accionistas; y (iii) la transmisión de información específica de los actos societarios que no sean juntas generales. Respecto de estos últimos, el reglamento de ejecución establece que:

- Se deberá incluir toda la información esencial relativa al acto societario.
- El emisor deberá notificar el acto societario con una antelación mínima suficiente.
- Se tratarán los pagos a los accionistas con la mayor celeridad posible.

El anexo del reglamento de ejecución contiene ocho cuadros, en los que se detallan las formalidades y los requisitos a los que están sujetos los flujos de información entre el emisor, los intermediarios y los accionistas.

- **Reglamento Delegado (UE) 2018/1221 de la Comisión, de 1 de junio de 2018**, por el que se modifica el Reglamento Delegado (UE) 2015/35 en relación con el cálculo del capital reglamentario obligatorio para las titulaciones y las titulaciones simples, transparentes y normalizadas mantenidas por las empresas de seguros y reaseguros.
- **Reglamento Delegado 2018/1637 de la Comisión, de 13 de julio de 2018**, por el que se completa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación sobre los procedimientos y las características de la función de vigilancia.
- **Reglamento Delegado (UE) 2018/1638 de la Comisión, de 13 de julio de 2018**, por el que se completa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación destinadas a especificar la manera de garantizar que los datos de cálculo sean adecuados y verificables, así como los procedimientos internos de vigilancia y verificación de los contribuidores, de cuyo establecimiento deberán asegurarse los administradores de índices de referencia cruciales o significativos cuando los datos de cálculo los aporte una función operativa.
- **Reglamento Delegado (UE) 2018/1639 de la Comisión, de 13 de julio de 2018**, por el que se completa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación destinadas a especificar los elementos del código de conducta que deben elaborar los administradores de índices de referencia que se basan en datos de cálculo aportados por contribuidores.

- **Reglamento Delegado (UE) 2018/1640 de la Comisión, de 13 de julio de 2018**, por el que se completa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación destinadas a especificar los requisitos de gobernanza y de control aplicables a los contribuidores supervisados.

B.2 Empresas de servicios de inversión y entidades de crédito

- **Reglamento (UE) 2018/318 del Banco Central Europeo, de 22 de febrero de 2018**, por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 1011/2012 relativo a las estadísticas sobre carteras de valores (BCE/2018/7).

Normas técnicas de regulación y normas técnicas de ejecución de la Comisión

- **Reglamento Delegado (UE) 2018/977 de la Comisión, de 4 de abril de 2018**, por el que se corrige la versión búlgara del Reglamento Delegado (UE) 2017/653, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista empaquetados y los productos de inversión basados en seguros, mediante el establecimiento de normas técnicas de regulación respecto a la presentación, el contenido, el examen y la revisión de los documentos de datos fundamentales y las condiciones para cumplir el requisito de suministro de dichos documentos.
- **Reglamento de Ejecución (UE) 2018/1624 de la Comisión, de 23 de octubre de 2018**, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en relación con los procedimientos, modelos de formularios y plantillas para la notificación de información a efectos de los planes de resolución para las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión, de conformidad con la Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, y por el que se deroga el Reglamento de Ejecución (UE) 2016/1066 de la Comisión.

B.3 Infraestructuras del mercado

Normas técnicas de regulación y normas técnicas de ejecución de la Comisión

- **Reglamento Delegado (UE) 2018/1229 de la Comisión, de 25 de mayo de 2018**, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la disciplina de liquidación.
- **Reglamento de Ejecución (UE) 2018/1889 de la Comisión, de 4 de diciembre de 2018**, relativo a la prórroga de los periodos transitorios relacionados con los requisitos de fondos propios por las exposiciones frente a entidades de contrapartida central indicadas en los Reglamentos (UE) n.º 575/2013 y (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo.

B.4 Sistema Europeo de Supervisión Financiera

Normas técnicas de regulación y normas técnicas de ejecución de la Comisión

- **Reglamento Delegado (UE) 2018/66 de la Comisión, de 29 de septiembre de 2017**, por el que se completa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo, a fin de especificar cómo debe calcularse el importe nominal de los instrumentos financieros distintos de los derivados, el importe notional de los derivados y el valor neto de los activos de los fondos de inversión.
- **Reglamento de Ejecución (UE) 2018/292 de la Comisión, de 26 de febrero de 2018**, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en lo que respecta a los procedimientos y formularios para el intercambio de información y asistencia entre autoridades competentes, de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el abuso de mercado.
- **Reglamento Delegado (UE) 2018/959 de la Comisión, de 14 de marzo de 2018**, 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 especificación del método de evaluación con arreglo al cual las autoridades competentes autorizan a las entidades a utilizar métodos avanzados de cálculo para el riesgo operativo.
- **Reglamento de Ejecución (UE) 2018/1105 de la Comisión, de 8 de agosto de 2018**, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en lo que respecta a los procedimientos y formularios para el suministro de información por las autoridades competentes a la AEVM con arreglo al Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo.
- **Reglamento Delegado (UE) 2018/1641 de la Comisión, de 13 de julio de 2018**, por el que se completa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican la información que han de facilitar los administradores de índices de referencia cruciales o significativos sobre la metodología utilizada para determinar el índice, la revisión interna y aprobación de la metodología y los procedimientos para realizar cambios sustanciales en ella.
- **Reglamento Delegado (UE) 2018/1642 de la Comisión, de 13 de julio de 2018**, por el que se completa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación por las que se precisan los criterios que las autoridades competentes han de tener en cuenta al evaluar si los administradores de índices de referencia significativos deben aplicar determinados requisitos.
- **Reglamento Delegado (UE) 2018/1643 de la Comisión, de 13 de julio de 2018**, por el que se completa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación destinadas a especificar el contenido de la declaración sobre el índice de referencia que debe publicar el administrador de un índice de referencia, y los casos en que se requieren actualizaciones.
- **Reglamento Delegado (UE) 2018/1644 de la Comisión, de 13 de julio de 2018**, por el que se completa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo

y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que determinan el contenido mínimo de los convenios de cooperación con las autoridades competentes de terceros países cuyos marcos jurídicos y prácticas de supervisión hayan sido reconocidos como equivalentes.

- **Reglamento Delegado (UE) 2018/1645 de la Comisión, de 13 de julio de 2018**, por el que se completa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la forma y el contenido de la solicitud de reconocimiento ante la autoridad competente del Estado miembro de referencia y de la información presentada en la notificación a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM).
- **Reglamento Delegado (UE) 2018/1646 de la Comisión, de 13 de julio de 2018**, por el que se completa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación sobre la información que se ha de facilitar en la solicitud de autorización y en la solicitud de inscripción registral.

B.5 Entidades proveedoras de datos

Normas técnicas de regulación y normas técnicas de ejecución de la Comisión

- **Reglamento Delegado (UE) 2018/63 de la Comisión, de 26 de septiembre de 2017**, que modifica el Reglamento Delegado (UE) 2017/571 de la Comisión, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las normas técnicas de regulación relativas a la autorización, los requisitos de organización y la publicación de operaciones aplicables a los proveedores de servicios de suministro de datos.

El Reglamento Delegado 2018/63 modifica el contenido del Reglamento Delegado (UE) 2017/571 de la Comisión, de 2 de junio de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las normas técnicas de regulación relativas a la autorización, los requisitos de organización y la publicación de operaciones aplicables a los proveedores de servicios de suministro de datos, al incluir, en su articulado, un nuevo precepto (15 bis) relativo al alcance de la información consolidada sobre los bonos, los productos de titulización, los derechos de emisión y los derivados. Este artículo, establece: i) un listado de clases de activos, cuyos datos deben incluirse en el flujo de datos de los proveedores de información consolidada, y ii) las ratios de cobertura que han de tenerse en consideración a estos efectos.

B.6 Otros

- **Reglamento (UE) 2018/182 de la Comisión, de 7 de febrero de 2018**, que modifica el Reglamento (CE) n.º 1126/2008, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) n.º 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la Norma Internacional de Contabilidad 28 y a las Normas Internacionales de Información Financiera 1 y 12.

- **Reglamento (UE) 2018/289 de la Comisión, de 26 de febrero de 2018**, que modifica el Reglamento (CE) n.º 1126/2008, por el que se adoptan determinadas normas internacionales de contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) n.º 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la Norma Internacional de Información Financiera (NIIF) 2: Pagos basados en acciones.
- **Reglamento (UE) 2018/400 de la Comisión, de 14 de marzo de 2018**, que modifica el Reglamento (CE) n.º 1126/2008, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) n.º 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la Norma Internacional de Contabilidad (NIC) 40.
- **Reglamento (UE) 2018/1595 de la Comisión, de 23 de octubre de 2018**, que modifica el Reglamento (CE) n.º 1126/2008, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) n.º 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la Interpretación 23 del Comité de Interpretaciones de las Normas Internacionales de Información Financiera.

Normas técnicas de regulación y normas técnicas de ejecución de la Comisión

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2018/1078 de la Comisión, de 30 de julio de 2018**, por el que se establece información técnica para el cálculo de las provisiones técnicas y los fondos propios básicos a efectos de la presentación de información con fecha de referencia comprendida entre el 30 de junio de 2018 y el 29 de septiembre de 2018, de conformidad con la Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio.

B.7 Directrices, decisiones y recomendaciones de ESMA/EBA

- **Decisión (UE) 2018/1466 de la Autoridad Europea de Valores y Mercados, de 21 de septiembre de 2018**, por la que se renueva y modifica la prohibición temporal de la Decisión (UE) 2018/795 sobre la comercialización, distribución o venta de opciones binarias a clientes minoristas.
- **Decisión (UE) 2018/1636 de la Autoridad Europea de Valores y Mercados, de 23 de octubre de 2018**, por la que se renueva y modifica la restricción temporal de la Decisión (UE) 2018/796 sobre la comercialización, distribución o venta de contratos por diferencias a clientes minoristas.

B.8 Guías técnicas de la CNMV

- **Guía técnica 1/2018 sobre operaciones vinculadas de las Instituciones de Inversión Colectiva y otra operativa de las sociedades gestoras de las instituciones de inversión colectiva.**

La normativa española, al igual que la europea, acepta la realización de operaciones vinculadas por las SGIIC para las IIC que gestionen: adquisición de va-

lores emitidos por entidades de su propio grupo, contratación de servicios prestados por entidades que sean partes vinculadas, compraventas en las que la contrapartida son otras IIC gestionadas, etc. No obstante, dado el conflicto de interés que tales operaciones plantean, su realización se condiciona a que se hagan en interés exclusivo de la IIC y a precios o en condiciones iguales o mejores que los de mercado. Además, las SGIIC deben contar con un procedimiento interno formal para asegurarse de que se cumplen tales requisitos y con una persona u órgano responsable al respecto.

La guía técnica aprobada contiene criterios derivados de la experiencia supervisora de la CNMV sobre lo que deben considerarse partes vinculadas y operaciones vinculadas, así como sobre la consideración que deben tener los distintos tipos de operaciones vinculadas.

Así, se identifican las operaciones vinculadas que deben someterse a autorización previa y aquellas que, por su carácter repetitivo o escasa relevancia, pueden someterse a un mero control *a posteriori*. Algunas de las situaciones contempladas específicamente en la guía técnica son:

- Las aplicaciones (transacciones en las que una IIC tiene como contrapartida otra IIC o cliente gestionado por su misma SGIIC). La CNMV considera que deben ser muy excepcionales, habida cuenta de la difícil justificación de decisiones de signo contrario tomadas por una misma entidad para diferentes clientes.
- La venta por parte de las IIC de valores adquiridos con ocasión de emisiones de entidades de su propio grupo, que se estima deberían comunicarse también, caso por caso, al órgano responsable de operaciones vinculadas al objeto de reforzar la adecuada gestión de los conflictos de interés que pudiesen existir en el momento de su adquisición.

Asimismo, la CNMV aclara a las SGIIC que considera adecuado en términos de gestión de los conflictos de interés la aplicación de un tratamiento equivalente al de las operaciones vinculadas a ciertas operaciones no expresamente calificadas legalmente como operaciones vinculadas pero equiparables, realizadas con los promotores de los fondos que gestionan o que afecten a clientes por servicios de gestión de carteras o asesoramiento.

Composición del Consejo de la CNMV a 30 de abril de 2019

Presidente	D. Sebastián Albella Amigo
Vicepresidenta	Dña. Ana María Martínez-Pina García
Consejeros	D. Juan Manuel Santos-Suárez Márquez
	Dña. María Dolores Beato Blanco
	D. Ángel Benito Benito
	D. Carlos San Basilio Pardo (secretario general del Tesoro y Política Financiera)
	Dña. Margarita Delgado Tejero (subgobernadora del Banco de España)
Secretario	D. Miguel Martínez Gimeno

Composición del Comité Ejecutivo de la CNMV a 30 de abril de 2019¹

Presidente	D. Sebastián Albella Amigo
Vicepresidenta	Dña. Ana María Martínez-Pina García
Consejeros	D. Juan Manuel Santos-Suárez Márquez
	Dña. María Dolores Beato Blanco
	D. Ángel Benito Benito
Secretario	D. Miguel Martínez Gimeno

1 El Comité Ejecutivo de la CNMV está regulado, en cuanto a su creación, constitución y funciones, por el artículo 26 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, 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 2019²

Presidenta Dña. Ana María Martínez-Pina García

Secretario D. Miguel Martínez Gimeno

Secretario técnico D. Víctor Rodríguez Quejido

Vocales

Representantes de las infraestructuras de mercado

Titular D. Jaime Aguilar Fernández-Hontoria

Suplente D. Ignacio Olivares Blanco

Titular D. Jorge Yzaguirre Scharfhausen

Suplente D. Gonzalo Gómez Retuerto

Titular Dña. Ana Ibáñez Díaz-Bustamante

Suplente D. Ignacio Solloa Mendoza

Representantes de los emisores

Titular Dña. María Luz Medrano Aranguren

Suplente D. Íñigo Elorriaga Fernández de Arroyabe

Titular D. Francisco Javier Zapata Cirugeda

Suplente D. Rafael Piqueras Bautista

Representantes de los inversores

Titular D. Ángel Martínez-Aldama Hervás

Suplente Dña. Virginia Arizmendi Ortega

Titular Dña. Elisa Ricón Holgueras

Suplente Dña. Pilar Lluesma Rodrigo

Titular D. Manuel Pardos Vicente

Suplente Dña. Ana María Solanas Forcada

Titular D. Fernando Herrero Sáez de Eguilaz

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 Dña. Zorione Arregui Elkorobarrutia

Titular Dña. Pilar González de Frutos

Suplente Dña. María Aránzazu del Valle Schaan

Representantes de los colectivos profesionales

Titular	D. Rafael Antonio Sanmartín Argos
Suplente	D. Valentín Pich Rosell
Titular	D. Carlos Tusquets Trías de Bes
Suplente	D. Santiago Satrústegui Pérez de Vilaamil
Titular	D. Fernando Vives Ruiz
Suplente	D. Javier García de Enterría y Lorenzo-Velázquez

Profesionales de reconocido prestigio

Titular	D. Fernando Vives Ruiz
Suplente	D. Javier García de Enterría y Lorenzo-Velázquez

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. Alberto Alberdi Arizgoitia
Suplente	D. Francisco Javier Arnaez Arrecigor

Cataluña

Titular	D. Josep María Sánchez i Pascual
Suplente	Dña. Alba Currià Reynal

Comunidad Valenciana

Titular	D. Manuel Illueca Muñoz
Suplente	D. Nicolás Jannone Bellot

Organigrama de la CNMV

