



Informe anual
sobre los mercados
de valores y su actuación
2019



**Informe anual de la CNMV sobre
los mercados de valores y su actuación
Ejercicio 2019**

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

Edición y maquetación: Cálamo y Cran

Siglas y acrónimos

AA. PP.	Administraciones públicas
ABS	Asset-Backed Security
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
ANC	Autoridad nacional competente
ANCV	Agencia Nacional de Codificación de Valores
APA	Agente de publicación autorizado
ASCRI	Asociación Española de Entidades de Capital, Crecimiento e Inversión
AV	Agencia de valores
BCE	Banco Central Europeo
BIS	Banco Internacional de Pagos / 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
CE	Comisión Europea
CFA	Contrato financiero atípico
CFD	Contrato financiero por diferencias / Contract For Differences
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
COS	Comunicación de operaciones sospechosas
DCV	Depositario central de valores
DFI	Documento de datos fundamentales para el inversor
DLT	Tecnología de libros de cuentas distribuidos / Distributed Ledger Technology
EAF	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 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 / 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
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	Red para la Resolución de Litigios Financieros / 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	Oferta inicial de criptomonedas / Initial Coin Offering
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	Sistema organizado para la negociación electrónica de deuda pública española / Market for Treasury Securities
NCA	Autoridad nacional competente / National Competent Authority
NIC	Normas internacionales de contabilidad
NIIF	Normas internacionales de información financiera
NOD	Notificación de las operaciones de consejeros, directivos y personas vinculadas
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
OPA	Oferta pública de adquisición
OPS	Oferta pública de suscripción de valores
OPV	Oferta pública de venta de valores
OTC	Extrabursátil / Over the Counter
PER	Ratio precio beneficio / Price to Earnings Ratio
PFP	Plataforma 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
Pyme	Pequeña y mediana empresa
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
SCR	Sociedad de capital riesgo
SENAF	Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros
SEND	Sistema Electrónico de Negociación de Deuda
SEPBLAC	Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención de Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias
SGC	Sociedad gestora de carteras
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
SOC	Sistema organizado de contratación
SPV/SFV	Vehículo de propósito especial
SRB	Junta Única de Resolución / Single Resolution Board
SREP	Proceso de revisión y evaluación supervisora
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

Resumen del Informe anual de la CNMV 2019	19
---	----

I Los mercados de valores y sus agentes 31

1 Entorno económico y financiero	33
1.1 Entorno internacional	33
1.2 Entorno nacional	50
2 Mercados y emisores	67
2.1 Mercados de renta variable	67
2.2 Renta fija	87
2.3 Mercados de productos derivados	101
2.4 Compensación, liquidación y registro	110
3 Entidades financieras y servicios de inversión	121
3.1 Inversión colectiva	121
3.2 Prestación de servicios de inversión	139
3.3 Entidades de capital riesgo y plataformas de financiación participativa	155

II La actuación de la CNMV en los mercados de valores 161

4 Información financiera y de gobierno corporativo de los emisores	163
4.1 Información financiera	163
4.2 Información referida a accionistas significativos, consejeros, directivos y autocartera	169
4.3 Informe de gobierno corporativo	173
5 Supervisión de los mercados	183
5.1 Herramientas de supervisión	183
5.2 Vigilancia de los mercados	205
5.3 Agencias de calificación crediticia	207
6 Supervisión de entidades	209
6.1 Entidades proveedoras de servicios de inversión	209
6.2 Instituciones de inversión colectiva y entidades de inversión de tipo cerrado	219
6.3 Entidades gestoras: SGIIC, SGEIC y SGFT	224
6.4 Entidades depositarias	225
6.5 Plataformas de financiación participativa	225
6.6 Colaboración en la prevención del blanqueo de capitales	226
6.7 Fondo General de Garantía de Inversiones (FOGAIN)	226

6.8	Índices de referencia	227
6.9	Resolución (fase preventiva) de empresas de servicios de inversión	233
7	Atención al inversor	239
7.1	Reclamaciones	239
7.2	Atención de consultas	241
7.3	Advertencias sobre entidades no autorizadas	244
7.4	Advertencias sobre otras entidades	246
7.5	Comunicación de posibles infracciones (<i>whistleblowing</i>)	246
7.6	Otros	247
7.7	Formación del inversor	247
8	Actuaciones disciplinarias	255
8.1	Expedientes sancionadores	255
8.2	Servicio contencioso: Revisión judicial de resoluciones sancionadoras y otras actuaciones	257
8.3	Denuncias	258
9	Actividad internacional	261
9.1	Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA)	262
9.2	Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO)	272
9.3	Consejo de Estabilidad Financiera (FSB)	274
9.4	Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB)	275
9.5	Otros foros internacionales	276
9.6	Colaboración e intercambio de información con autoridades extranjeras	277
III	Informe del Órgano de Control Interno	279
IV	CNMV: Aspectos organizativos, económicos e institucionales	283
10	Estrategia de la CNMV	285
10.1	Plan de actividades 2020	285
10.2	Actuación de la CNMV respecto a la actividad <i>fintech</i> y la ciberseguridad	288
10.3	Actividad de asesoramiento en proyectos normativos y otras solicitudes de información	292
10.4	Medidas de desempeño y actividad de la CNMV (<i>Key Performance Indicators</i>)	294
11	Organización	299
11.1	Recursos humanos y organización	299
11.2	Sistemas de información	303
12	Gestión económica	309
12.1	Ingresos y gastos	309
12.2	Estructura de tasas	310
13	Agencia Nacional de Codificación de Valores	311
14	Comité Consultivo de la CNMV	313
15	Cuentas de la CNMV	317
Anexos		323
	Anexos estadísticos I: Mercados y emisores	323
	Anexos estadísticos II: Entidades financieras y servicios de inversión	337
	Anexos estadísticos III: Regulación y supervisión	349
	Anexos legislativos	355
	Anexos sobre la organización de la CNMV	373

Índice de recuadros

1	El primer año de trabajo de la Autoridad Macropudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI)	64
2	Escasez de salidas a bolsa	75
3	Entrada en aplicación del reglamento de folletos	117
4	La intermediación financiera no bancaria en España	127
5	Una estimación sobre el coste y el rendimiento de las IIC españolas entre 2009 y 2019	135
6	Estado de información no financiera: Primer año de aplicación de la Ley 11/2018	168
7	Iniciativa de la CNMV para fomentar la presencia de mujeres en los consejos de administración y en la alta dirección	179
8	Iniciativas de la CNMV en materia de responsabilidad social	180
9	El <i>brexit</i> y los mercados	186
10	Reforma de la Circular 1/2017 sobre los contratos de liquidez	201
11	Modificaciones del Reglamento EMIR	202
12	Revisión horizontal de la operativa <i>on line</i> de las entidades de crédito y ahorro (ECA)	210
13	Monitorización de la actividad en España de entidades europeas en libre prestación de servicios	213
14	Guía técnica 3/2019 sobre procedimientos de autorización de nuevas entidades	217
15	Análisis de liquidez de las IIC	220
16	Inversión de las IIC en IIC del grupo	222
17	Avances en la reforma de los índices de tipos de interés	230
18	Avances en el marco de resolución de las infraestructuras de los mercados	236
19	Guía <i>Psicología económica para inversores</i>	250
20	Semana Mundial del Inversor (SMI)	251
21	Unión de los Mercados de Capitales: Situación y próximos pasos	271
22	La CNMV y el <i>brexit</i>	286
23	Ciberseguridad	290
24	El plan de transformación digital de la CNMV	293

Índice de cuadros

1.1.1	Los mercados de renta variable: Rentabilidad	47
1.2.1	Indicadores de la economía española (tasas de crecimiento)	52
1.2.2	Evolución de los resultados por sectores: Empresas cotizadas no financieras	60
1.2.3	Rentabilidad de los índices y sectores del mercado bursátil español	63
2.1.1	Capitalización y contratación bursátil en mercados regulados nacionales en relación con el PIB nominal	70
2.1.2	Número de sociedades cotizadas en las bolsas españolas	71
2.1.3	Capitalización de la renta variable en las bolsas españolas	71
2.1.4	Número de sociedades cotizadas y capitalización por sectores	73
2.1.5	Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta	74
2.1.6	Efectivo negociado en renta variable española admitida a cotización en las bolsas españolas	78
2.1.7	Contratación de renta variable en los mercados operados por BME	79
2.1.8	Contratación en BME según modalidades en el mercado continuo	80
2.1.9	Posiciones cortas	81
2.1.10	Ofertas públicas de adquisición de valores	83
2.1.11	Sociedades cotizadas en Latibex por países	84
2.1.12	Sociedades cotizadas en el MAB por segmento	85
2.2.1	Emisiones y saldos vivos: Distribución por emisores	89
2.2.2	Tipos de interés de la deuda pública	90
2.2.3	Emisiones brutas de las Administraciones públicas	92
2.2.4	Contratación de deuda pública por plataformas de negociación	94
2.2.5	Contratación total de deuda pública en centros de negociación españoles. 2019	95
2.2.6	Tipos de interés de la renta fija privada	96
2.2.7	Emisiones brutas registradas en la CNMV: Detalle por instrumentos	98
2.2.8	Emisiones brutas de renta fija privada de emisores españoles en el exterior	99
2.2.9	Admisión en el MARF	100
2.2.10	Contratación total de instrumentos de renta fija privada emitidos por sociedades españolas	101
2.3.1	Negociación en los mercados de derivados financieros europeos	102
2.3.2	Negociación en MEFF Exchange	103
2.3.3	Número de miembros en MEFF Exchange	105
2.3.4	Negociación en sistemas organizados de contratación (SOC)	106
2.3.5	Emisiones de <i>warrants</i> registradas en la CNMV	108
2.3.6	Contratación de <i>warrants</i> en el mercado continuo	108
2.3.7	Contratación de certificados en el mercado continuo	109
2.3.8	Emisiones de contratos de compraventa de opciones registradas en la CNMV	109
2.4.1	Iberclear ARCO. Actividad de registro	110
2.4.2	Iberclear. Operaciones liquidadas ARCO	112
2.4.3	Iberclear. Incidencias en la liquidación ARCO	112
2.4.4	Número de miembros en BME Clearing por segmento	113
2.4.5	Evolución de la actividad en BME Clearing Energía	114
2.4.6	Evolución de la actividad en BME Clearing Renta Variable	115
2.4.7	Evolución de la actividad en BME Clearing Repo	116
3.1.1	Distribución del patrimonio de los fondos de inversión	123
3.1.2	Altas y bajas en el registro de entidades en 2018	124
3.1.3	Distribución del patrimonio de las sociedades de inversión	126
3.1.4	Cuenta de pérdidas y ganancias de las SGIC	134
3.1.5	Resultados antes de impuestos, n.º de entidades en pérdidas e importe de las pérdidas	135
R5.1	Rentabilidad bruta	136
3.2.1	Ingresos de las entidades de crédito por la prestación de servicios en valores y comercialización de productos financieros no bancarios	143
3.2.2	Comisiones percibidas por servicios de inversión. 2019	144
3.2.3	Altas y bajas en el registro de entidades	145
3.2.4	Cuenta de pérdidas y ganancias de las sociedades de valores de las pérdidas antes de impuestos	149
3.2.6	Cuenta de pérdidas y ganancias de las agencias de valores	151

3.2.7	Resultados antes de impuestos, n.º de agencias de valores en pérdidas e importe de las pérdidas antes de impuestos	151
3.2.8	EAF: Número de contratos y volumen del patrimonio asesorado	153
3.3.1	Altas y bajas en el Registro en 2019	156
3.3.2	Número de solicitudes de PFP	158
3.3.3	Número de PFP autorizadas	158
3.3.4	Número de PFP denegadas y desistidas	158
3.3.5	Número de PFP registradas	159
4.1.1	Resumen de los informes de auditoría de entidades emisoras recibidas en la CNMV (excluidos fondos de titulización y fondos de activos bancarios)	164
4.2.1	Número de notificaciones sobre derechos de voto correspondientes a accionistas significativos	171
4.2.2	Número de notificaciones sobre derechos de voto correspondientes a consejeros	172
4.2.3	Número de notificaciones de autocartera según el porcentaje final declarado	172
R7.1	Presencia de mujeres en el consejo de administración y en la alta dirección	179
5.1.1	Número de operaciones y volumen	185
5.1.2	Resumen de la actividad supervisora de los mercados	186
5.1.3	Hechos relevantes recibidos en la CNMV	190
5.1.4	Suspensiones temporales de cotización en bolsa	191
6.1.1	Supervisión de ESI/ECA: Requerimientos remitidos por la CNMV en 2019	209
6.2.1	Supervisión de IIC/ECR: Requerimientos remitidos por la CNMV en 2019	224
6.7.1	Evolución del número de entidades adheridas al FOGAIN	226
6.8.1	Administradores de índices de referencia autorizados o registrados por la CNMV	228
6.9.1	Planes de resolución de ESI	233
7.1.1	Reclamaciones tramitadas según tipo de resolución	240
7.1.2	Motivos de las reclamaciones finalizadas en 2019	240
7.2.1	Consultas según canal de recepción	242
8.1.1	Expedientes abiertos y concluidos	255
8.1.2	N.º de infracciones de cada tipo en los expedientes sancionadores	256
8.1.3	Sanciones impuestas	257
8.2.1	Procedimientos en los que ha intervenido la CNMV en 2019	258
8.3.1	Denuncias presentadas en 2019	259
9.6.1	Actuaciones de colaboración con autoridades extranjeras	277
10.2.1	Consultas recibidas en el Portal Fintech	289
10.4.1	Indicadores de rendimiento	295
10.4.2	Indicadores de actividad	296
11.1.1	Plantilla de la CNMV: Composición por categorías profesionales	299
11.1.2	Distribución del personal por departamentos	300
11.1.3	Distribución de la formación por área formativa	301
11.1.4	Distribución del programa de idiomas. 2019	302
11.2.1	Entrada y salida de documentos de la CNMV	307
12.2.1	Ingresos por tasas en la CNMV	310
13.1.1	Emisiones codificadas por la ANCV en 2018 y 2019	312
13.1.2	Consultas atendidas por la ANCV	312
14.1.1	Tipos de expedientes sometidos a la opinión del Comité Consultivo	314
14.1.2	Actuaciones del Comité Consultivo de la CNMV en 2019	314

Índice de gráficos

1.1.1	PIB: Variaciones anuales	35
1.1.2	Inflación y producción industrial (% var. anual)	36
1.1.3	Precio de las materias primas	36
1.1.4	Tipos de interés de intervención	38
1.1.5	Saldo fiscal público y deuda pública	39
1.1.6	Tipos de interés a corto plazo (3 meses)	40
1.1.7	Rentabilidades de la deuda pública a 10 años	41
1.1.8	Primas de riesgo de crédito de los CDS de bonos soberanos	42
1.1.9	Primas de riesgo de crédito de la deuda corporativa	43
1.1.10	Emisiones brutas de renta fija internacionales	44
1.1.11	Evolución de los principales índices bursátiles internacionales	45
1.1.12	Volatilidad histórica de los principales índices bursátiles	46
1.1.13	Evolución de los mercados financieros en las economías emergentes	47
1.1.14	Tipo de cambio del euro frente al dólar y al yen	49
1.2.1	Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación de la economía española	54
1.2.2	Indicador de estrés de los mercados financieros españoles	56
1.2.3	Prima de riesgo de los emisores españoles	57
1.2.4	Deuda del Estado y porcentaje de deuda en manos de no residentes	58
1.2.5	Evolución del Ibex 35 y de su volatilidad implícita	62
2.2.1	Rentabilidades de la deuda pública española	91
2.2.2	Prima de riesgo de emisores españoles: Sector público	91
2.2.3	Prima de riesgo de emisores españoles: Sector privado	96
3.1.1	Fondos de inversión: Distribución del patrimonio	122
R4.1	Peso relativo de la IFNB	128
R4.2	Distribución de la IFNB. 2018	129
R4.3	Evolución de los riesgos en los fondos de inversión	130
3.1.2	Patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España	133
R5.1	Ratio de gastos media ponderada por vocación	137
R5.2	Rentabilidad neta en 2016-2018	139
3.2.1	Sociedades de valores miembros de bolsa: Volumen mediado y comisión efectiva media en renta variable en bolsas reguladas españolas	147
3.2.2	Margen de cobertura sobre los recursos propios exigibles de las sociedades y agencias de valores	152
4.1.1	Motivo de los requerimientos a los emisores (excluidos FT y FAB)	166
4.2.1	Evolución de las notificaciones registradas anualmente (2009-2019)	169
4.2.2	Notificaciones presentadas con demora	170
4.3.1	Grado de seguimiento de las recomendaciones del Código de buen gobierno	174
4.3.2	Porcentaje de mujeres consejeras sobre total de consejeros	177
4.3.3	Remuneración por conceptos	178
7.2.1	Materias objeto de consulta	242
7.3.1	N.º de advertencias realizadas por la CNMV sobre entidades no registradas	245
7.3.2	N.º de advertencias procedentes de Estados miembros de la UE sobre entidades no registradas	245

Índice de anexos

Anexos estadísticos I: Mercados y emisores 325

I.1	Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta	325
I.2	Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta en 2019: Importe efectivo	325
I.3	Sociedades excluidas de cotización bursátil en 2019	327
I.4	Evolución de los índices sectoriales de la Bolsa de Madrid y la Bolsa de Barcelona	327
I.5	Concentración sectorial de la capitalización	328
I.6	Concentración de la contratación bursátil de renta variable	328
I.7	Porcentaje de la capitalización por sectores y mayores empresas respecto al conjunto del mercado	329
I.8	Capitalización y contratación de las sociedades pertenecientes al Ibex 35	330
I.9	Ofertas públicas de adquisición de valores autorizadas en 2019	331
I.10	Sociedades cotizadas en Latibex por sectores	331
I.11	Emisiones netas de las Administraciones públicas	332
I.12	Número de emisores y emisiones registradas en la CNMV: Detalle por instrumentos	332
I.13	Principales emisores de renta fija registrados en la CNMV en 2019	333
I.14	Principales emisores de renta fija registrados en la CNMV en 2019. Detalle por instrumentos	333
I.15	Emisores de pagarés: Mayores saldos vivos a 31 de diciembre de 2019	334
I.16	Principales emisores de bonos de titulización en 2019	334
I.17	Emisiones de titulización, por naturaleza del activo titulado	335
I.18	Contratación en AIAF por cuenta propia	336

Anexos estadísticos II: Entidades financieras y servicios de inversión 337

II.1	Número, partícipes, patrimonio y descomposición de la variación patrimonial de los fondos de inversión mobiliarios e inmobiliarios	337
II.2	Cartera de los fondos: Peso en el saldo vivo de valores españoles	338
II.3	Gastos repercutidos a los fondos de inversión de carácter financiero	338
II.4	Evolución de las rentabilidades y las suscripciones netas de los fondos de inversión	339
II.5	IIC extranjeras comercializadas en España	340
II.6	Sociedades gestoras de IIC (SGIIC): Altas y bajas en 2019	341
II.7	ESI extranjeras con pasaporte comunitario: Estado miembro de origen	342
II.8	Sociedades y agencias de valores, sociedades gestoras de cartera, empresas de asesoramiento financiero y ESI extranjeras con sucursal: Altas y bajas en 2019	343
II.9	Cambios de control en sociedades y agencias de valores, sociedades gestoras de cartera y empresas de asesoramiento financiero. 2019	345
II.10	ESI españolas con pasaporte comunitario a 31 de diciembre de 2019. Estado miembro de acogida	345
II.11	EAF españolas con pasaporte comunitario: Estado miembro de acogida	347
II.12	Entidades de crédito extranjeras autorizadas para prestar servicios de inversión en España: Estado miembro de origen	347

Anexos estadísticos III: Regulación y supervisión 349

III.1	Número de accionistas de las sociedades del Ibex 35 con participación significativa	349
III.2	Resolución de expedientes sancionadores en 2019	350
III.3	Relación de resoluciones judiciales recaídas en recursos contencioso-administrativos (R.C.A.) durante 2019 contra resoluciones en materia de sanciones	352

Anexos legislativos**355**

A	Legislación española	355
A.1	Comisión Nacional del Mercado de Valores	355
A.2	Trasposición de normativa europea	358
A.3	Otras normas	360
B	Legislación europea	367
B.1	Centros de negociación	367
B.2	Emisores y cotizadas	367
B.3	Empresas de servicios de inversión y entidades de crédito	368
B.4	Infraestructuras del mercado	368
B.5	Sistema Europeo de Supervisión Financiera	369
B.6	Otros	370
B.7	Directrices, decisiones y recomendaciones de ESMA/EBA	372

Anexos sobre la organización de la CNMV**373**

	Composición del Consejo de la CNMV a 31 de mayo de 2020	373
	Composición del Comité Ejecutivo de la CNMV a 31 de mayo de 2020	373
	Composición del Comité Consultivo de la CNMV a 31 de mayo de 2020	374
	Organigrama de la CNMV	376

Resumen del Informe anual de la CNMV 2019

10 de junio de 2020

2019, el ejercicio al que se refiere el presente informe, fue un año señalado en lo que se refiere a evolución y nuevas tendencias en los mercados y también un año en el que tanto la CNMV como las diversas instancias de cooperación internacional en el ámbito de los mercados de valores estuvieron especialmente activas, impulsando múltiples iniciativas. Es posible que la intensidad y crudeza de la crisis originada por el COVID-19 hayan puesto en un primer plano el análisis de sus implicaciones y efectos, pero ello no debe restar interés y utilidad al contenido principal de este informe, que se centra en lo ocurrido en los mercados y en las actividades realizadas por la CNMV durante 2019.

En todo caso, dado el gran impacto de la crisis durante los primeros meses de 2020, se ha considerado apropiado ofrecer también, en la parte final de esta presentación, una panorámica de los efectos de la situación de pandemia en los mercados, en las áreas bajo la supervisión de la CNMV y en la propia CNMV.

El **contexto de referencia** para enmarcar la situación de los mercados y la actuación de la CNMV en 2019 vino marcado por la persistencia de ciertas fuentes de incertidumbre —algunas de ellas de carácter político, que tendieron a reducirse en el tramo final del ejercicio— y por una ralentización de la actividad económica, que en España estaba siendo menos intensa que en otros países europeos.

Entre las incertidumbres más importantes que persistieron en 2019 cabe destacar el *brexit*. Al acercarse la fecha inicialmente prevista para el *brexit* (29 de marzo de 2019) sin haberse alcanzado todavía un acuerdo para una salida ordenada del Reino Unido, se publicó el Real Decreto-ley 5/2019, de 1 de marzo, por el que se adoptaban medidas de contingencia ante la retirada del Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte de la Unión Europea sin que se hubiera alcanzado el acuerdo previsto en el artículo 50 del Tratado de la Unión Europea. Además, la CNMV creó en su página web una nueva sección denominada «Después del *brexit*: cuestiones relacionadas con el sector financiero», con información de utilidad para los participantes en el mercado y los inversores. Tras alcanzarse el acuerdo de retirada, el Reino Unido dejó de ser Estado miembro de la Unión Europea el 31 de enero de 2020, aunque seguirá observando las reglas y acuerdos de la Unión hasta el 31 de diciembre de 2020. En el momento en el que se redactan estas líneas la incertidumbre es alta, al ser posible, incluso probable, que las partes no convengan en una extensión del periodo transitorio y que 2020 concluya sin que haya habido acuerdo sobre las condiciones de la futura relación entre el Reino Unido y la Unión Europea.

La **evolución de los mercados financieros en 2019**, que fue el segundo año de aplicación de la normativa MiFID II, fue, en cierta medida, reflejo de algunas de las incertidumbres presentes. En los mercados de **renta variable** las cotizaciones mostraron descensos en el primer semestre del año y aumentos con posterioridad, que permitieron cerrar el ejercicio con avances significativos. El Ibex 35 se revalorizó

cerca de un 12 % en un contexto de volatilidad muy baja, extendiéndose los incrementos a la mayor parte de los sectores con excepción del financiero, que se vio perjudicado por el entorno de tipos de interés más reducidos. Este entorno de tipos se veía intensificado a mediados de año por las decisiones del Banco Central Europeo (BCE) de retomar el tono expansivo de la política monetaria, debido a la ralentización económica de la zona y al escaso avance de la inflación. La negociación de los valores se situó en niveles menores que en años anteriores y siguió incrementándose la importancia de la contratación en centros de negociación exteriores. La actividad en los mercados primarios fue escasa y no se produjo ninguna salida a bolsa relevante, una tendencia que también se observa en otras plazas y a la que la CNMV presta especial atención, al ser deseable una mayor financiación de nuestras empresas vía los mercados. En los **mercados de renta fija** las emisiones brutas de deuda fueron algo superiores a los 400.000 millones de euros en 2019, algo menos que en 2018, una tendencia que se explica por la disminución de las emisiones de las Administraciones públicas y de las entidades financieras, las primeras por encontrarse en un proceso de consolidación presupuestaria y las segundas por disponer de otras fuentes de financiación atractivas. Por su parte, las compañías no financieras incrementaron el volumen de sus emisiones de deuda aprovechando las buenas condiciones de los mercados en un marco en el que las emisiones efectuadas en mercados exteriores siguieron teniendo un gran protagonismo.

La **industria de la inversión colectiva** registró una nueva expansión en 2019, con la que reanudaba un proceso de expansión que había iniciado en 2013 y que se vio interrumpido transitoriamente en 2018. El patrimonio de los fondos de inversión creció casi un 8 % en el conjunto del año, fundamentalmente por los rendimientos de las carteras. Los inversores suscribieron participaciones de estos instrumentos pero con menos intensidad que en ejercicios previos, sin duda por las incertidumbres presentes en los mercados. Además, continuó la expansión del patrimonio y de la importancia relativa de las instituciones de inversión colectiva comercializadas en España, que a finales del año pasado suponían más de un tercio del total de las instituciones de este tipo comercializadas en nuestro país.

En el ámbito de la **prestación de servicios de inversión**, las entidades de crédito continuaron siendo las principales proveedoras de estos servicios y percibiendo la mayor parte de los ingresos por estas actividades. En particular, la proporción de ingresos que reciben las entidades vinculadas con los que podrían denominarse bancos comerciales (distinguiéndolas de las no bancarias y de las entidades de crédito especializadas en servicios relacionados con valores) se mantiene relativamente estable cerca del 70 % desde hace varios años. En el caso concreto de las sociedades y agencias de valores —sobre las que la CNMV realiza una supervisión integral que incluye solvencia y normas de conducta— cabe señalar que 2019 fue un ejercicio complejo, a la vista de la disminución de los beneficios del sector. Estas entidades están modificando progresivamente su modelo de negocio debido a varios factores, entre los que destaca el aumento de la competencia ejercida por las entidades de crédito, potenciando la relevancia de segmentos como el asesoramiento en materia de inversión, que hace años tenía escasa importancia.

En el ámbito de la **supervisión de los mercados**, las herramientas a disposición de la CNMV funcionaron con normalidad en 2019: en lo que respecta a la comunicación de operaciones (*transaction reporting*) se recibieron más de 165 millones de registros, un 50 % más que en 2018, de operaciones ejecutadas sobre instrumentos financieros. El aumento se debió a los ficheros especiales (REQ) para la comunicación de operaciones omitidas o corregidas y, también, a la decisión de algunas enti-

dades financieras de centralizar su operativa en Europa a través de sus empresas de servicios de inversión españolas con motivo del *brex*it. Por otra parte, a lo largo del año la CNMV incidió especialmente en la calidad de los datos de referencia, como el código LEI (*legal entity identifier*) del emisor, el código de clasificación de instrumentos financieros (CFI) o la correlación entre los instrumentos remitidos al sistema FIRDS (Financial Instruments Reference Data System) 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. Por otra parte, siguió aumentando el uso del canal que ha establecido la CNMV para comunicar operaciones sospechosas (STOR, *Suspicious Transaction and Order Report*), cuyo número ascendió a 345 en 2019, un 49 % más que en 2018. Como en años anteriores, la mayoría de las STOR se refirieron al posible uso o intento de uso de información privilegiada (66 %) y el resto, a posibles manipulaciones de mercado.

Durante el ejercicio 2019 la CNMV llevó a cabo los trabajos previstos en el plan de supervisión de las sociedades rectoras de las bolsas operadas por Bolsas y Mercados Españoles (BME), anticipado en el Plan de actividades de la CNMV. Dicho plan se centró en aspectos de microestructura de mercado como la negociación algorítmica, las obligaciones de los creadores de mercado y la publicación de datos sobre calidad de ejecución.

La supervisión de los mercados de **instrumentos derivados** se centró en tres líneas de actuación: el análisis y seguimiento de la operativa diaria, la prevención y detección de situaciones de abuso de mercado y la realización de ciertas actuaciones específicas de control.

Adicionalmente, desde el inicio de la operativa de los **dos sistemas organizados de contratación (OTF) españoles** en enero de 2018, se vienen realizando con carácter diario tareas de supervisión en las tres líneas de actividad indicadas anteriormente, tanto en CAPI OTF (gestionado por CM Capital Markets Brokerage, S. A., AV) como en CIMD OTF (gestionado por CIMD SV, S. A., del Grupo CIMD Corretaje e Información Monetaria y de Divisas, S. A.).

La CNMV, a través de su **Unidad de Vigilancia de los Mercados (UVM)**, siguió investigando posibles prácticas contrarias a la integridad del mercado. Como resultado de las investigaciones mencionadas, se incoaron durante el año 2019 cuatro expedientes sancionadores a una empresa de servicios de inversión, a un agente y a una persona física.

En relación con la **supervisión de entidades**, la CNMV continuó dedicando especial atención al cumplimiento de las normas de conducta en la prestación de servicios de inversión. Como resultado de las actuaciones de supervisión, la CNMV remitió durante el ejercicio un total de 898 requerimientos a las entidades supervisadas, de los que 691 tuvieron su origen en la supervisión a distancia. También destacó la revisión horizontal de la operativa *on line* de una selección de entidades que prestan servicios de inversión. En concreto, se comprobó el adecuado cumplimiento de las principales normas de conducta aplicables, con carácter previo a la ejecución de operaciones del cliente o por cuenta del cliente, al operar de manera *on line*, ya sea a través de la página web, aplicaciones para teléfonos móviles o plataformas de inversión específicas.

Asimismo, se realizaron nuevas revisiones con el objetivo específico de analizar la calidad y la coherencia de la información recabada de los clientes para evaluar su

idoneidad y conveniencia. La CNMV ha detectado deficiencias en diversos casos, por lo que considera importante que las entidades adopten medidas y realicen controles dirigidos a asegurar que la información que obtienen de los clientes minoristas para evaluar la conveniencia y la idoneidad de sus operaciones es coherente, se ajusta a la realidad y está actualizada. En esta misma vertiente, la CNMV participó junto con otros supervisores europeos en la primera actuación conjunta de supervisión, que ha coordinado ESMA y que ha estado dedicada a esta cuestión. Se trata de la primera acción de este tipo que tiene por objeto el intercambio de experiencias y criterios de supervisión, al efecto de contribuir a alcanzar una mayor convergencia supervisora.

En materia de **instituciones de inversión colectiva**, además de las tareas habituales de supervisión, que persiguen el cumplimiento de las obligaciones por parte de las sociedades gestoras, la resolución apropiada de los conflictos de interés y la recepción de información suficiente por parte de los partícipes, destacan también los análisis recurrentes del **nivel de liquidez** de los activos que estas entidades mantienen en cartera. Utilizando una metodología predefinida en la que se combina información de diversas fuentes del mercado se asigna un nivel de liquidez a cada activo, lo que, en consecuencia, permite identificar a las instituciones y los gestores con mayor exposición a activos de menor liquidez. Este asunto es particularmente relevante por el hecho de que la mayoría de estas instituciones permiten reembolsos de forma diaria y, en caso de experimentar un aumento sustancial de estos, deberían estar en condiciones de afrontarlos sin problemas, para lo cual deben disponer de un volumen de activos líquidos suficiente. Precisamente en el actual contexto de crisis, las gestoras experimentaron un aumento de los reembolsos que fue atendido sin dificultades, tal y como se ha indicado anteriormente en esta presentación.

La CNMV es la autoridad competente en España para la aplicación de la regulación de los **índices de referencia**, contenida en el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo. El ejercicio 2019 fue el último año del periodo transitorio previsto para la completa aplicación del Reglamento¹ y para la autorización y registro de los administradores de índices existentes en el momento de su aprobación. Por ello, durante el año parte de la actividad de la CNMV en este ámbito se centró en tramitar los expedientes de registro de los administradores de índices establecidos en España para su incorporación al registro centralizado a cargo de ESMA.

También fue relevante el trabajo directamente relacionado con los **inversores**. A las tareas habituales de gestión de las reclamaciones, la atención de las consultas y las advertencias sobre entidades no autorizadas se añadió, en el ámbito de la formación del inversor, la publicación de la guía *Psicología económica para inversores*, que tiene como objetivo recoger una serie de propuestas dirigidas a inversores, que faciliten la aplicación práctica de las principales premisas de la economía conductual a la toma de decisiones de inversión. Esta guía continúa los trabajos iniciados en 2017 con la publicación de la ficha *Mecanismos psicológicos que intervienen en la toma de decisiones de inversión*.

En relación con las **actuaciones disciplinarias**, durante 2019 el Comité Ejecutivo de la CNMV acordó la incoación de 18 nuevos expedientes sancionadores, en los que se

1 El Reglamento (UE) 2019/2089 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, amplía en dos años, hasta el 31 de diciembre de 2021, el plazo transitorio para los índices críticos y para los índices de terceros países.

imputaron un total de 26 infracciones. En los expedientes abiertos se contemplaban seis infracciones por la incorrecta comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas, una por incumplimiento de obligaciones de información por parte de sociedades emisoras, cinco por abuso de mercado (manipulación de mercado), dos por incumplimiento de la reserva de actividad, cinco por incumplimiento de normas de conducta en la relación con clientes o inversores, una por resistencia a la actuación inspectora de la CNMV y el resto por vulneraciones de la normativa general sobre empresas de servicios de inversión, instituciones de inversión colectiva y plataformas de financiación participativa. Además se impusieron 39 multas por un importe conjunto algo inferior a los cuatro millones de euros.

Por segundo año se publican en este informe anual los principales **indicadores de rendimiento y de actividad** de la CNMV, conocidos también como medidores del desempeño (KPI). La publicación de dichos indicadores tiene por objeto aumentar la transparencia respecto de las actividades que lleva a cabo la institución, evaluar su desempeño y servir como base para mejorar la eficiencia de los procesos. Durante 2019 se procedió, además, a identificar otros indicadores relevantes, entre los que cabe citar los relativos a sistemas de información, al número de requerimientos enviados o a los informes elaborados en el ámbito de los mercados.

Para finalizar, cabe destacar dos grandes tareas prioritarias de carácter horizontal para esta institución: el **Plan de transformación digital** de la CNMV, que se contempla en el Plan de actividades mencionado al principio de esta presentación, y los trabajos en materia de **responsabilidad social**. El Plan de transformación digital tratará de incorporar las nuevas tecnologías disponibles a las tareas que realiza habitualmente la institución con el fin de aumentar su eficacia, eficiencia, transparencia y seguridad. Este Plan, que cobra una relevancia aún mayor en este contexto de crisis, pretende apoyarse en un uso más intensivo de los datos, implantar nuevas herramientas de trabajo y evolucionar hacia canales más digitales de acceso a la información y de interacción con sus supervisados e inversores.

Igualmente relevantes son las iniciativas de la CNMV en materia de responsabilidad social, que se enmarcan en la aspiración de alcanzar un nivel óptimo de desarrollo sin comprometer la capacidad de evolución en el futuro. En este contexto, los supervisores de los mercados de valores tienen un papel relevante a través de la incorporación de la sostenibilidad en sus actuaciones relativas a aspectos como el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas o determinadas características de los productos de inversión. La CNMV, consciente de ello, está participando muy activamente en diversos foros nacionales e internacionales relacionados con las finanzas sostenibles. En el ámbito internacional merece la pena destacar la presidencia de la CNMV en dos grupos de trabajo internacionales a través de la figura de su vicepresidenta: la Sustainable Finance Network de IOSCO y, en el ámbito europeo, la Coordination Network on Sustainability, creada en ESMA.

Tras repasar el contenido del presente informe anual, tiene sentido, dado su impacto y actualidad, hacer referencia a las implicaciones y efectos de la crisis derivada del COVID-19, que ha supuesto un cambio drástico en el modo de trabajo de la institución, al igual que en el de otras muchas, y ha afectado a las prioridades que se habían establecido. Esto ha dado lugar a una revisión del **Plan de actividades** de la CNMV para 2020 que ha supuesto el aplazamiento de algunos objetivos y la adición de otros nuevos, como, por ejemplo, la adaptación del plan de contingencia de la institución a un modelo basado en el teletrabajo.

La CNMV ha realizado múltiples actuaciones relacionadas con la crisis originada por el COVID-19. A continuación se describen brevemente las principales decisiones y medidas adoptadas desde los primeros días de marzo, referidas al ámbito de la **organización** de la institución, a la **supervisión de los mercados y de las entidades** que participan en ellos y a la **interacción con otras instituciones**, incluidas las de carácter internacional. En relación con estas últimas también se hará una descripción de los trabajos más importantes realizados hasta la fecha, en los que la CNMV ha participado activamente.

En el ámbito puramente **organizativo**, en lo que respecta a los **recursos humanos** las primeras medidas adoptadas, siguiendo las directrices sanitarias, estuvieron dirigidas a procurar que los empleados de la CNMV pudieran seguir atendiendo su trabajo con normalidad desde su domicilio. El proceso comenzó el 11 de marzo, fecha en que aproximadamente la mitad de la plantilla pasó a teletrabajar, dividiéndose en dos los equipos correspondientes a las actividades especialmente relevantes para el funcionamiento de la CNMV. El día en que entró en vigor el Real Decreto del estado de alarma, que se publicó el 14 de marzo, prácticamente todos los empleados estaban ya desarrollando su actividad desde sus domicilios.

Según una encuesta realizada al **personal de la CNMV**, respondida por más de 300 empleados, más de dos tercios de ellos consideran que la actividad de la CNMV ha seguido en un nivel similar al de momentos anteriores y valoran de modo favorable cómo han funcionado los sistemas y, en general, la institución durante esta fase. Han sido relevantes para ello elementos como la atención tradicionalmente prestada a los sistemas de información o la experiencia de la CNMV en esquemas de teletrabajo, pero sin duda el factor clave ha sido el esfuerzo y la dedicación de todo el personal de la CNMV, que ha demostrado una gran capacidad de adaptación. Los órganos de gobierno, Consejo, Comité Ejecutivo y Comité de Dirección también han funcionado con normalidad, incrementando incluso la frecuencia de sus reuniones, celebradas generalmente mediante videoconferencia, sistema que se ha utilizado también intensivamente en otros ámbitos de la organización. La experiencia ha reforzado la percepción sobre la relevancia que la tecnología y las comunicaciones tienen en el trabajo de la CNMV y ha implicado la utilización de nuevas herramientas, servidores y equipos.

Además, a mediados de marzo —concretamente el día 16— la CNMV comunicó el cierre de su **Registro General** en lo que respecta a la presentación física de documentos. Para garantizar la continuidad en la presentación y el registro de documentos se habilitaron varios canales: la zona abierta y la zona de inversores de la sede electrónica de la CNMV y la sede electrónica de los registros de las distintas Administraciones públicas. Por otra parte, el 20 de marzo se dio a conocer la aprobación de una resolución sobre la **suspensión de plazos administrativos** prevista en el Real Decreto 463/2020, relativo al estado de alarma, publicada en el *Boletín Oficial del Estado (BOE)* el 25 de marzo. Gracias a esta resolución, la suspensión de plazos prevista en dicho real decreto no ha afectado a actividades como la de supervisión en general (requerimientos y otras actuaciones de supervisión) de la CNMV ni a las autorizaciones tramitadas por las Direcciones Generales de Entidades y Mercados susceptibles de producir efectos favorables al interesado.

Los **mercados financieros nacionales**, que habían finalizado 2019 con ascensos en las cotizaciones, comenzaron a experimentar una cierta inestabilidad a principios de febrero de este año cuando empezó a conocerse la intensidad de la propagación del coronavirus. Esta inestabilidad creció de forma sustancial en marzo, cuando varios

Gobiernos europeos, entre ellos el español, adoptaron medidas de aislamiento severas con el fin de evitar una mayor expansión del virus. Los mercados financieros vivieron en marzo unas semanas de extrema volatilidad (el Ibex 35 registró en ese mes la caída más intensa de su historia y su volatilidad alcanzó niveles no observados desde la crisis financiera global en 2008) que hizo que la CNMV tuviera que intensificar la actividad de **supervisión de los mercados**, sus infraestructuras y los agentes participantes en ellos. En este ámbito destacan las medidas adoptadas en marzo de **restricción de la operativa en corto** sobre valores cotizados en mercados de valores españoles. Se trata de medidas que se pueden tomar con carácter excepcional de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo ante situaciones de caídas muy significativas en los precios o, de forma más general, cuando concurren circunstancias que constituyen una seria amenaza para la estabilidad financiera o la confianza en el mercado.

La primera medida consistió en la prohibición de las ventas en corto durante el 13 de marzo de 69 acciones cuyo precio había bajado el día 12 de marzo, sesión de mayor descenso en su historia del índice Ibex 35, más de un 10 % o de un 20 %, según los casos. La segunda medida, de prohibición de constitución o incremento de posiciones cortas netas, se acordó el 16 de marzo por un periodo de un mes, afectó a la totalidad de las acciones cotizadas españolas y se prorrogó posteriormente por un mes más (dejó de tener efecto el 18 de mayo). Decisiones similares fueron adoptadas en los días subsiguientes por otros supervisores de valores europeos, en concreto por los de Francia, Italia, Bélgica, Austria y Grecia. Las restricciones a la operativa en corto afectan a la eficiencia de los mercados, al reducir la velocidad a la que se ajustan los precios a la información disponible y deteriorar algunas medidas de liquidez o el propio volumen de negociación, pero pueden estar indicadas en situaciones excepcionales. La CNMV está realizando análisis específicos para evaluar la repercusión de las medidas adoptadas, no habiendo identificado, por el momento, efectos significativos más allá de un cierto deterioro de la liquidez de los valores sujetos a la prohibición durante los primeros días.

En el ámbito de las **infraestructuras de los mercados**, además de comprobar que los sistemas de negociación han funcionado con normalidad a pesar del severo episodio de volatilidad y caídas en los precios, se ha prestado una atención especial a la cámara de contrapartida central (ECC), BME Clearing. Esta entidad activó sus planes de contingencia y tuvo que realizar solicitudes de garantías extraordinarias en número e importes superiores a los habituales sin que se detectara ninguna incidencia particular. Además, ha venido realizando ejercicios de *back-test* y adelantado la revisión de los parámetros para requerir garantías. Asimismo, se ha supervisado con especial diligencia la actividad de liquidación, observándose un cierto aumento de la ineficiencia (fallidos en las entregas de valores en la fecha pactada) como consecuencia, según señalan las entidades, del aumento de actividad en ciertos momentos y de su menor capacidad de respuesta y resolución de incidentes al encontrarse el personal en régimen de teletrabajo. Esta tendencia, que también se ha observado en otros países europeos, ha tendido a revertirse parcialmente según iban disminuyendo las tensiones en los mercados.

En el ámbito de las **sociedades cotizadas** se han publicado criterios —en dos ocasiones de modo conjunto con el Colegio de Registradores de España— sobre diversas cuestiones suscitadas en la situación de emergencia sanitaria y restricción de la movilidad derivada del COVID-19 en relación con la celebración de las juntas generales y la formulación de las cuentas anuales y la propuesta de aplicación del resultado de

las compañías, y se ha colaborado en la preparación de las disposiciones relativas a estas materias incluidas en los reales decretos-leyes aprobados por el Gobierno.

En el ámbito de la **supervisión de entidades** cabe destacar los esfuerzos que se han realizado respecto de las instituciones de inversión colectiva, en particular los fondos de inversión. Los trabajos principales se han referido a las condiciones de liquidez de sus carteras y a la evolución de los reembolsos, todo en contacto con las sociedades gestoras y con el fin de seguir la situación y recordarles las obligaciones así como las herramientas de gestión de la liquidez que tienen disponibles. En este sentido, la CNMV ha dado indicaciones sobre la conveniencia en ciertos casos de valorar al precio *bid* o de aplicar esquemas de *swing pricing*.

Las condiciones de **liquidez** de los fondos se han evaluado en función de diferentes indicadores como los volúmenes de negociación, el tiempo para deshacer una posición o la disponibilidad de precios. También se ha prestado atención a las calificaciones crediticias de los activos de deuda de estas instituciones y, en particular, a los activos con calificación BBB, último escalón correspondiente a deuda de alta calidad (*investment grade*). Con el resultado de estos análisis la CNMV está realizando un seguimiento especial de determinadas sociedades gestoras.

En cuanto al **seguimiento de los reembolsos**, su volumen neto acumulado desde que se recrudeció esta crisis a primeros de marzo hasta finales de dicho mes ascendió a aproximadamente 6.000 millones de euros, una cifra que las gestoras afrontaron sin incidencias. Los reembolsos han continuado en meses posteriores pero por importes mucho más reducidos. Solo en un pequeño número de fondos superaron el 20 % del patrimonio, porcentaje que obliga a una comunicación de información relevante. La única incidencia reseñable ha afectado a un fondo de fondos con un 7,1 % de su cartera invertido en una sociedad de inversión de capital variable luxemburguesa que suspendió el cálculo del valor liquidativo.

Cabe destacar también, en este ámbito de la inversión colectiva, la introducción, en virtud del Real Decreto-ley 11/2020, de 31 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes complementarias en el ámbito social y económico para hacer frente al COVID-19, de una nueva herramienta macroprudencial consistente en la posibilidad de establecer, con autorización de la CNMV, plazos de preaviso para los reembolsos sin sujeción a los requisitos de plazo, importe mínimo y constancia previa en el reglamento de gestión, aplicables con carácter ordinario. Estos plazos pueden ser establecidos por la gestora o por la propia CNMV.

En la gestión de la crisis la **coordinación con otras instituciones** tanto nacionales como foráneas ha sido esencial. A nivel nacional cabe destacar las reuniones —cuya frecuencia ha aumentado— que están teniendo lugar en el seno de la Autoridad Macroprudencial Comité de Estabilidad Financiera (AMCESFI), que reúne a representantes del Ministerio de Economía, del Banco de España, de la CNMV y de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, para analizar la situación del sistema financiero español desde el punto de vista de la estabilidad financiera y del posible aumento del riesgo sistémico. En momentos de turbulencias en los mercados es importante que los supervisores financieros intercambien información para conocer el alcance de los riesgos y, si procede, tomar las medidas necesarias.

A nivel **internacional** la CNMV ha participado activamente en varios grupos de trabajo creados a raíz de la crisis para evaluar diferentes aspectos y ha intensificado el intercambio de información con las distintas instituciones de las que es miembro

o con las que mantiene contacto habitual como la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), la Junta Europeo de Riesgo Sistémico (ESRB) o el Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV).

En el seno de **ESMA** se han celebrado numerosas reuniones extraordinarias, por medios telemáticos, de distintos comités permanentes y de los órganos de gobierno, el Management Board y el Board of Supervisors, en las que se ha realizado un seguimiento de la evolución de los mercados financieros durante la crisis y se han puesto en común las medidas adoptadas por los diferentes miembros. Entre los desarrollos más relevantes cabe destacar los relacionados con las medidas relativas a la operativa en corto adoptadas por la propia ESMA (rebaja al 0,10 % del capital del umbral de notificación de las posiciones cortas netas) o por ciertas autoridades nacionales, entre ellas la CNMV —medidas sobre las que ESMA emitió un informe favorable—, así como todo lo relacionado con la evolución de los *ratings* y de las instituciones de inversión colectiva.

En el ámbito de **IOSCO**, además de las reuniones y los mecanismos desarrollados para compartir información sobre las medidas adoptadas por los distintos miembros de la organización cabe destacar el relanzamiento de la actividad del grupo sobre agencias de *rating* (para evaluar el posible aumento de rebajas en las calificaciones crediticias en el contexto de la crisis y sus efectos) y la creación de un nuevo comité de alto nivel, el **FSEG** (Financial Stability Engagement Group), del que la CNMV es miembro y que, entre otras tareas, colabora en dos grupos de trabajo que el FSB ha creado a raíz de la crisis: uno de ellos relativo a fondos de inversión y otro sobre *margin calls*.

El **ESRB**, por su parte, ha puesto en marcha cinco líneas de trabajo como consecuencia de la crisis: implicaciones para el sistema financiero de las garantías públicas y otras medidas fiscales adoptadas para proteger la economía real; liquidez en los mercados e implicaciones para gestores de activos y aseguradoras; impacto procíclico de las rebajas de calificación crediticia sobre los mercados y entidades del sistema financiero; restricciones para las distribuciones de dividendos, recompras de acciones y otros desembolsos, y posibilidad de mitigar los riesgos de liquidez generados por los *margin calls*.

I Los mercados de valores y sus agentes

1.1 Entorno internacional

El ejercicio 2019 estuvo marcado por una desaceleración notable del crecimiento mundial en la mayoría de economías, en un contexto de incertidumbres políticas y económicas. Según las estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), el producto interior bruto (PIB) mundial avanzó un 2,9 %, 7 décimas menos que en 2018, y lo hizo con una gran sincronía entre las economías avanzadas y emergentes. Esta desaceleración tuvo su origen, sobre todo, en los efectos negativos en la actividad que tuvieron las restricciones establecidas a los intercambios comerciales, pero también influyeron otros acontecimientos e incertidumbres. Destacó el tono expansivo de las políticas monetarias retomado por los bancos centrales a ambos lados del Atlántico para compensar, en una situación de tasas de inflación reducidas, el deterioro de la actividad. Así, en EE. UU. la Reserva Federal redujo el tipo de interés oficial tres veces durante el año, frente a las cuatro subidas de tipos en 2018, y en la zona euro, aunque el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo el tipo de interés oficial, rebajó el de la facilidad marginal de depósito hasta el -0,5 % (10 puntos básicos [p.b.] menos), además de iniciar una nueva ronda de financiación al sector bancario (TLTRO) y reanudar las compras netas de deuda, que habían finalizado a finales de 2018.

Los mercados financieros internacionales estuvieron condicionados por las incertidumbres presentes en el año. Todos 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 la deuda pública a largo plazo presentaron caídas, sobre todo en los plazos más largos, a pesar del aumento observado en el tramo final del ejercicio tras la atenuación de algunas incertidumbres. Por su parte, los mercados de renta variable mostraron revalorizaciones significativas, sobre todo en los tramos inicial y final del año, mientras que las incertidumbres presentes en su parte central tuvieron unos efectos negativos, aunque menores a los anteriores en magnitud. Los mayores incrementos se observaron en EE. UU., con avances de entre un 22 % y un 35 % en el ejercicio; los índices europeos también registraron revalorizaciones significativas, cercanas al 25 % en la mayoría de ellos (exceptuando los índices español y británico, que estuvieron en torno al 12 %). En Japón los incrementos fueron más moderados que en los casos anteriores, situándose entre el 15 % y el 18 %.

Las perspectivas de crecimiento a comienzos de 2020 apuntaban a un cierto fortalecimiento de la actividad debido a la recuperación de economías como la alemana, la italiana o las latinoamericanas. Algunas de las incertidumbres presentes en 2019 se habían atenuado con la firma de la primera fase del acuerdo comercial entre China y EE. UU. y el aumento de la probabilidad de una salida ordenada del Reino Unido de la Unión Europea (UE) tras los resultados electorales en ese país. Sin embargo, el ejercicio experimentó un giro importante casi desde las primeras semanas, cuando comenzó a conocerse el avance del coronavirus fuera de China.

La rápida propagación del virus entre países, las dificultades para afrontarlo y las medidas generalizadas de confinamiento de la sociedad con la consiguiente paralización de la actividad económica dieron lugar a episodios de fuertes turbulencias en los mercados financieros internacionales en marzo, con caídas abruptas en las cotizaciones bursátiles y flujos de inversión hacia los activos más seguros. En este contexto de grave crisis, los bancos centrales más importantes adoptaron medidas urgentes para combatir algunos de los efectos negativos de este proceso. Entre estas destacaron los amplios programas de compras de activos con el fin de inyectar liquidez al sistema y los recortes en los tipos de interés (el de la Reserva Federal fue de un punto y medio, hasta el rango del 0-0,25 % y el del Banco de Inglaterra fue de 0,75 puntos porcentuales [p.p.] hasta el 0,1 %). Por su parte, los Gobiernos adoptaban diferentes tipos de medidas que incluían incrementos del gasto público, anulación o aplazamiento de impuestos, préstamos e inyecciones de capital, así como programas de avales y garantías. Los primeros pronósticos efectuados por el FMI sobre el impacto de esta crisis, sometidos a un grado elevado de incertidumbre, sitúan el descenso del PIB mundial en el 3 % este ejercicio.

1.1.1 La economía internacional

El crecimiento del PIB mundial se situó en el 2,9 % en 2019, alejado del 3,6 % de 2018

Según las estimaciones del FMI¹, la economía mundial creció un 2,9 % en 2019, 7 décimas menos que en 2018. En las economías avanzadas el crecimiento fue del 1,7 % (5 décimas menos que en el ejercicio anterior), mientras que en las emergentes fue del 3,7 %, 8 décimas por debajo de 2018. Las restricciones a los intercambios comerciales, las tensiones políticas y sociales presentes en algunas economías y otras incertidumbres fueron las causas principales de esta ralentización del crecimiento mundial.

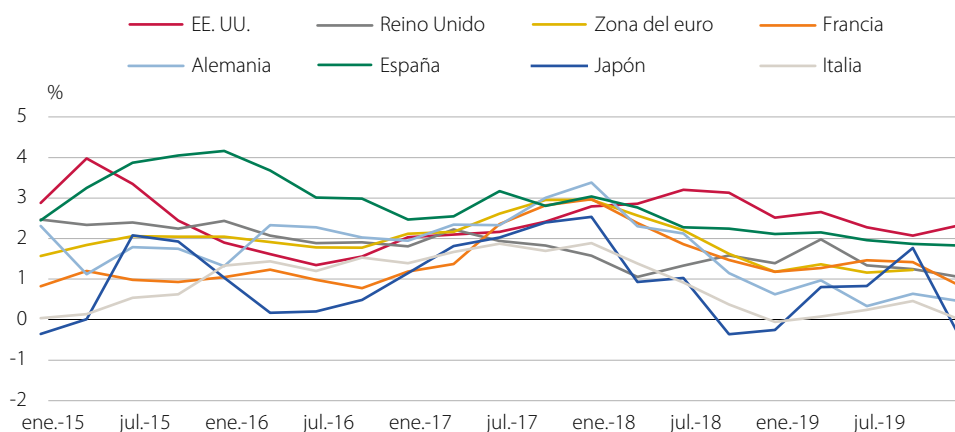
Esta disminución del ritmo de crecimiento fue generalizada entre las economías avanzadas, exceptuando el caso de Japón, donde el crecimiento del PIB pasó del 0,3 % en 2018 al 0,7 % en 2019², debido al buen comportamiento del consumo privado del país, el fortalecimiento del gasto de capital y las revisiones de las cuentas nacionales, entre otros factores. En EE. UU. el crecimiento pasó del 2,9 % en 2018 al 2,3 % en 2019, manteniendo unos indicadores macroeconómicos que mostraban la fortaleza de la economía, con una tasa de paro en torno al 3,5 % (nivel mínimo de los últimos 50 años) y encadenando más de 40 trimestres con tasas de variación interanuales positivas, pese a la ralentización.

1 *World Economic Outlook* (abril de 2020).

2 El dato del PIB de Japón correspondiente al cuarto trimestre de 2019 fue muy desfavorable al mostrar un descenso interanual del 0,4 % (-1,6 % trimestral). Esta información introduce una cierta incertidumbre en relación con la evolución de la economía nipona en los próximos trimestres.

PIB: Variaciones anuales

GRÁFICO 1.1.1



Fuente: Thomson Datastream.

En la zona euro, el PIB aumentó un 1,2 % en 2019, 7 décimas menos que en 2018, observándose una notable desaceleración del crecimiento en las economías más grandes. Destacó la ralentización de la actividad en Alemania (del 1,5 % al 0,6 %), causada por los efectos de las disputas comerciales, las incertidumbres en torno al *brexit* y la debilidad de la demanda externa. El crecimiento del PIB en Italia pasó del 0,8 % en 2018 al 0,3 % en 2019, influido por el aumento de los riesgos financieros y la crisis política en el país. En España y Francia la desaceleración —de 4 décimas, hasta el 2 % y el 1,3 % respectivamente— fue inferior a la de las economías anteriores. En el Reino Unido el crecimiento del PIB se situó en el 1,4 %, 1 décima más que en 2018.

Las economías emergentes y en desarrollo experimentaron una desaceleración más intensa que las avanzadas. En conjunto registraron un crecimiento del 3,7 % (4,5 % en 2018), observándose desaceleraciones notables en la mayoría de las regiones emergentes. Así, las economías asiáticas emergentes crecieron un 5,5 % (6,4 % en 2018), las europeas emergentes registraron un crecimiento del 2,1 %, 1 punto menos que en 2018, y las latinoamericanas emergentes experimentaron un escaso crecimiento, del 0,1 % (1,1 % en 2018), lastradas por las incertidumbres políticas y las protestas sociales acontecidas en estos países durante el ejercicio.

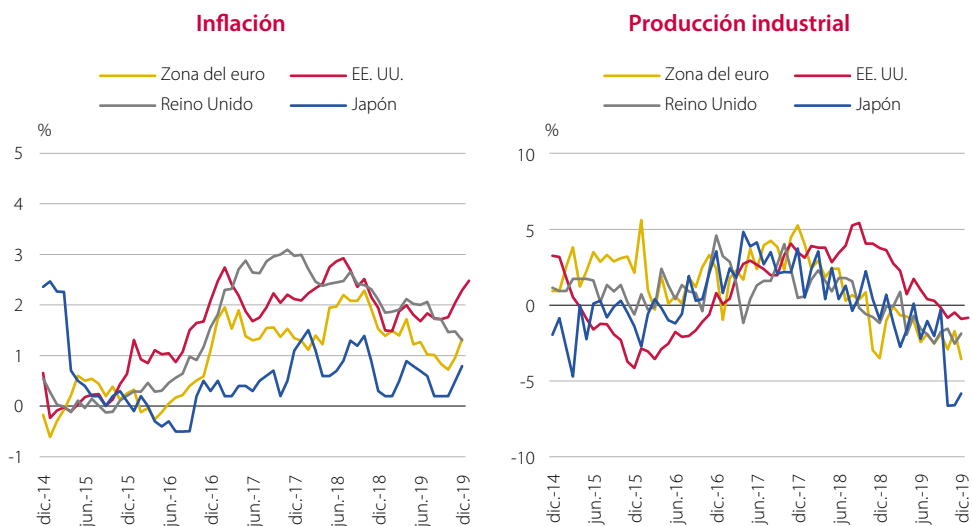
La inflación en las principales economías mostró una evolución dispar a lo largo de 2019

En un entorno de menor crecimiento global, las tasas de inflación de las principales economías mostraron tendencias dispares durante buena parte del ejercicio. En EE. UU. la inflación siguió una tendencia alcista en el primer cuatrimestre y continuó con un comportamiento estable durante los meses centrales, para finalizar el año con las tasas más elevadas del ejercicio, del 2,3 % (frente al 1,9 % de 2018). Por su parte, en el Reino Unido la evolución de la tasa de inflación fue más bien descendente y cerró el año en el 1,3 % (2,1 % en diciembre de 2018, véase gráfico 1.1.2). En la zona euro, la tendencia fue relativamente similar, con descensos durante el año excepto en los dos últimos meses. La tasa de inflación también finalizó el ejercicio en el 1,3 %, registrando niveles muy bajos durante todo el año y lejos del objetivo del BCE (tasas cercanas pero ligeramente inferiores al 2 %). En Japón las tasas de inflación fueron inferiores al 1 % durante todo el ejercicio, observándose máximos

del 0,9 % en primavera (0,8 % en diciembre). Las tasas subyacentes, que descuentan la evolución de los elementos más volátiles del índice (alimentos frescos y energía), mostraron una evolución mucho más estable en 2019, registrándose el 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 euro fue del 1,3 %, en el Reino Unido quedó en el 1,4 % y en Japón se situó en un 0,9 %.

Inflación y producción industrial (% var. anual)

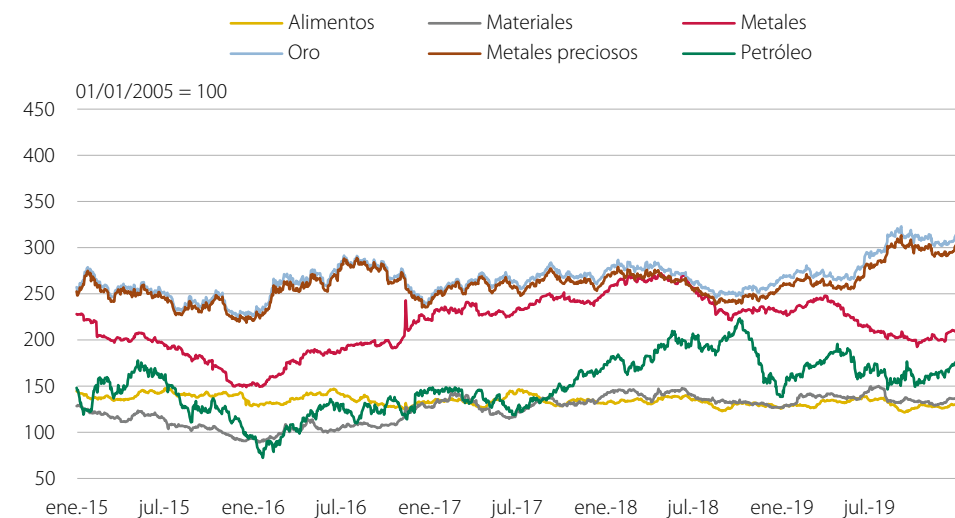
GRÁFICO 1.1.2



Fuente: Thomson Datastream.

Precio de las materias primas

GRÁFICO 1.1.3



Fuente: Thomson Datastream.

En 2019 el tono de las políticas monetarias aplicadas por los bancos centrales de EE. UU. y de la zona euro fue acomodaticio, como consecuencia del deterioro de la actividad y el potencial efecto de las distintas incertidumbres presentes

Los tipos de interés oficiales de las principales economías siguieron mostrando diferencias notables durante 2019, aunque estas tendieron a reducirse, en línea con el

carácter expansivo de las políticas monetarias adoptadas en EE. UU. y en la zona euro. En EE. UU. la Reserva Federal, que había realizado 4 subidas de tipos en 2018, redujo 3 veces el tipo de interés oficial en 2019 hasta situarlo en una horquilla del 1,50-1,75 %, en un contexto de desaceleración de la actividad económica, tensiones comerciales y niveles bajos de inflación. Además, la entidad comenzó en septiembre el incremento del tamaño de su balance, invirtiendo la tendencia que seguía desde julio de 2017³. En la zona euro, el BCE, que finalizó 2018 encaminado hacia una nueva etapa de política monetaria de carácter menos expansivo, cambió progresivamente de enfoque a medida que avanzaba 2019. Así, tras anunciar el retraso en su primera subida de tipos, hizo saber que pondría en marcha una nueva ronda de liquidez al sector bancario, indicando también que no descartaba nuevas rebajas en los tipos de interés. Estas rebajas llegaron en septiembre para la facilidad marginal de depósito, que se situó en el -0,5 % (10 p.b. menos), mientras que se mantuvo inalterado el tipo de interés oficial y el de la facilidad marginal de crédito en el 0 % y el 0,25 % respectivamente. Además, el 1 de noviembre se reanudaron las compras netas de deuda, que se habían detenido a finales de 2018⁴ 5.

Por su parte, los bancos centrales del Reino Unido y de Japón no modificaron los tipos de interés oficiales durante el pasado año. Así, el Banco de Inglaterra mantuvo desde agosto de 2018 el tipo oficial en el 0,75 % y el de Japón en el -0,1 % desde febrero de 2016. No obstante, en octubre este último modificó parcialmente su discurso para indicar que prevé que los tipos oficiales sigan al mismo nivel e incluso más bajos durante el tiempo que sea necesario para lograr alcanzar el objetivo de la estabilidad de precios.

Como se ha indicado al principio de este capítulo, el ejercicio 2020, que comenzaba con una cierta expectativa de fortalecimiento de la actividad, experimentó un cambio drástico con la aparición y extensión del coronavirus. La rapidez del contagio, la ausencia de un tratamiento específico para la enfermedad y las diferentes medidas de aislamiento cambiaron el panorama económico mundial en pocas semanas, hasta tal punto que Gobiernos, bancos centrales y otras instituciones anunciaron amplios paquetes de medidas para combatir la crisis. En el caso particular de los bancos centrales, destacaron las rebajas de los tipos oficiales por parte de la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra. Estas instituciones anunciaron descensos en dos ocasiones durante marzo hasta situarlos en el rango 0-0,25 % en EE. UU. y en el 0,1 % en el Reino Unido. Además, tanto el BCE y el Banco de Japón como los anteriores bancos centrales anunciaron otras medidas de política monetaria expansiva para tratar de paliar la situación a través de nuevos programas de compras de activos con el fin de inyectar liquidez en el sistema, de inyecciones de liquidez a la banca en condiciones

3 En julio de 2017 la Reserva Federal inició el proceso de reducción en el crecimiento de su balance, que hasta septiembre de 2019 se situaba en el 16 %. A partir de entonces y hasta finales de diciembre, el balance aumentó aproximadamente un 11 %.

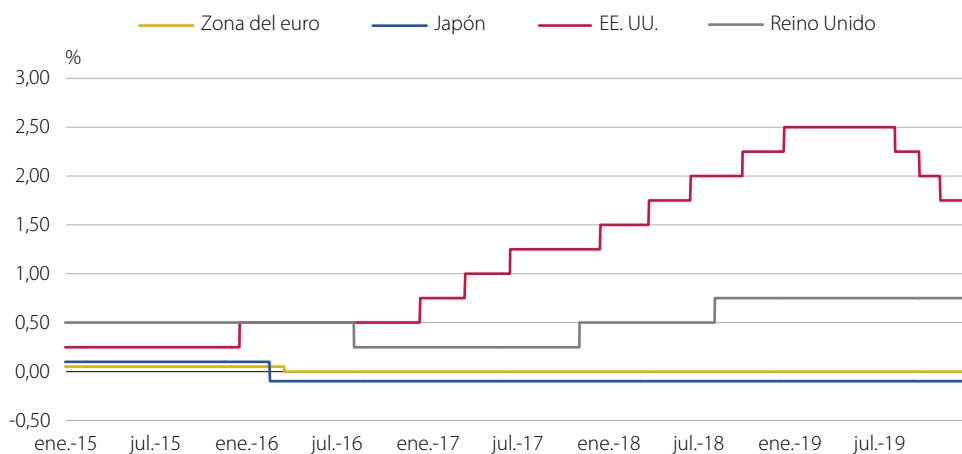
4 El BCE había puesto fin al programa de compra de deuda a finales de 2018, pero el 1 de noviembre del año siguiente las compras de activos se reanudaron a un ritmo mensual de 20.000 millones de euros, en el marco de un programa que permanecerá vigente durante el tiempo que sea necesario para reforzar el impacto acomodaticio de sus tipos oficiales.

5 Otra novedad muy importante tiene que ver con la revisión de la estrategia en materia de política monetaria de la entidad, que comenzó en enero de este año. La estrategia existente, que fue adoptada en 1998 y parte de ella clarificada en 2003, se está revisando con el fin de incorporar en ella los cambios estructurales experimentados en la economía de la zona euro durante estos años. Esta revisión comprenderá la formulación cuantitativa de estabilidad de precios, el conjunto de instrumentos de política monetaria, el análisis económico y monetario y las prácticas de comunicación, así como otros aspectos como la estabilidad financiera, el empleo y la sostenibilidad.

más ventajosas o de creación de líneas de financiación para empresas afectadas por el coronavirus. En cualquier caso, todas las autoridades monetarias han anunciado estar preparadas para tomar medidas adicionales para proveer de liquidez al sistema y contener los efectos económicos originados por esta crisis.

Tipos de interés de intervención

GRÁFICO 1.1.4

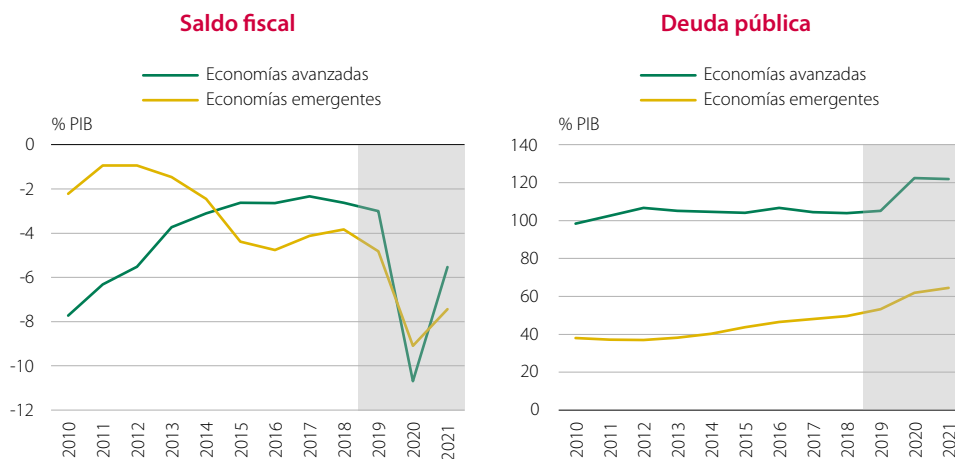


Fuente: Thomson Datastream.

En 2019 el déficit y la deuda pública se incrementaron tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, aunque de forma más pronunciada en las segundas

Según las estimaciones del FMI, el déficit público agregado tanto de las economías avanzadas como de las emergentes y en desarrollo se incrementó en 2019. El de las primeras lo hizo ligeramente hasta el 3,0 % del PIB, frente al 2,6 % en 2018, y el de las emergentes tuvo un crecimiento más pronunciado, hasta el 4,8 % (3,8 % en 2018). La evolución de la deuda pública también fue ascendente: las economías avanzadas mostraron un leve incremento del cociente agregado (desde el 103,9 % del PIB en 2018 hasta el 105,2 % en 2019), mientras que las economías emergentes experimentaron un aumento algo más acusado, de alrededor de 3 puntos, hasta situarse en el 53,2 % (véase gráfico 1.1.5).

El pronóstico del FMI para los próximos años introduce fuertes variaciones en el déficit público y la deuda pública de las economías avanzadas y emergentes, al tomar en consideración las consecuencias previstas del brote de COVID-19, pues se esperan caídas en los ingresos públicos y un aumento significativo del gasto público, relacionados con el deterioro de la actividad y con el impacto de las diferentes medidas adoptadas por los Gobiernos. La institución pronostica un aumento del déficit público para 2020 desde el 3 % hasta el 10,7 % del PIB en las economías avanzadas y desde el 4,8 % hasta el 9,1 % en las emergentes, que se reducirían en 2021 casi a la mitad para las primeras y en menor medida para las últimas (hasta el 5,5 % y 7,4 %, respectivamente). Con respecto a la deuda pública, en las economías avanzadas se espera un incremento de esta superior a 15 p.p., hasta situarse en torno al 122 % del PIB durante los próximos ejercicios, mientras que en las economías emergentes el aumento sería menos pronunciado y alcanzaría el 65 % del PIB en 2021.



Fuente: FMI.

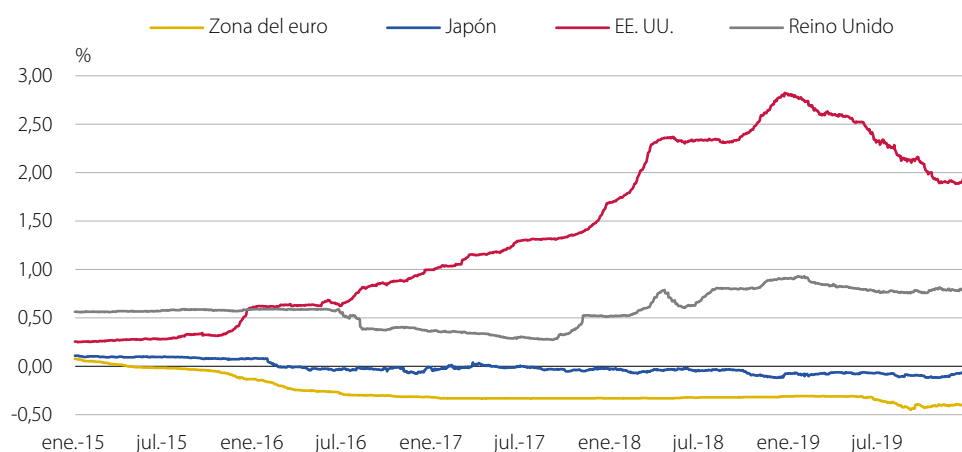
1.1.2 Evolución de los mercados financieros internacionales

Las diferencias entre los tipos de interés a 3 meses en EE. UU. y en la zona euro se redujeron con respecto a las existentes en 2018

Los tipos de interés a corto plazo de las principales economías avanzadas siguieron mostrando diferencias significativas durante el año 2019, aunque estas tendieron a disminuir, pues el renovado carácter expansivo de la política monetaria aplicada en EE. UU. dio lugar a caídas más intensas en los tipos de interés de aquella economía, que acercaron su nivel al de las demás economías avanzadas. El descenso de los tipos de interés de la economía estadounidense estuvo en sintonía con las decisiones de la Reserva Federal, que, salvadas las reticencias iniciales, redujo el tipo oficial 3 veces en 2019. A finales de año estos tipos de interés se situaban en el 1,91 % en el plazo de 3 meses, 90 p.b. menos que a finales de 2018 (véase gráfico 1.1.6.). Por tanto, seguían siendo los más elevados de entre las economías avanzadas, pero su diferencia respecto a los de la zona euro disminuyó desde algo más de 310 p.b. hasta aproximadamente 230 p.b. Los tipos de interés a 3 meses en la zona euro permanecieron relativamente estables durante el año exceptuando el tercer trimestre de 2019, en el que disminuyeron hasta el -0,45 %. Posteriormente aumentaron para finalizar el año en el -0,38 %, 7 p.b. menos que en 2018. En el Reino Unido, la disminución en los tipos de interés a corto plazo fue de 12 p.b. con respecto al año anterior, hasta situarse en el 0,79 %. Por su parte, los tipos de interés en Japón, que llevan varios ejercicios en terreno ligeramente negativo, experimentaron un levisimo repunte de 3 p.b. en el conjunto del año, al situarse en torno al -0,05 % en diciembre.

Tipos de interés a corto plazo¹ (3 meses)

GRÁFICO 1.1.6



Fuente: Thomson Datastream. (1) Libor a 3 meses.

En cuanto a las expectativas acerca de los tipos de interés, los tipos *forward* (FRA, por sus siglas en inglés) apuntan a que las referencias a corto plazo en la zona euro y EE. UU. seguirán mostrando diferencias, aunque estas serán notablemente inferiores a las de los trimestres anteriores tras los recortes de marzo en los tipos de interés estadounidenses. Para la zona euro se espera que los tipos de interés se mantengan cercanos a los niveles actuales, mientras que en EE. UU. los tipos *forward* han disminuido notablemente desde finales de año debido a las últimas decisiones de la Reserva Federal. Con las dos rebajas de tipos en EE. UU., se espera que a corto plazo estos se mantengan en los niveles actuales (en torno al 0,25 %).

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

Con una clara desaceleración de la actividad, bajas tasas de inflación y la presencia de varias incertidumbres importantes, la evolución de los tipos de interés a largo plazo de los bonos soberanos de las principales economías fue descendente durante la mayor parte del año. Solamente en su tramo final se observaron repuntes notables, tras la disminución de algunas de las incertidumbres políticas y económicas existentes, si bien estos aumentos no compensaron los descensos acumulados hasta entonces. Entre las incertidumbres que perdieron intensidad o se aclararon, destacaron la posibilidad de que EE. UU. y China lleguen a un acuerdo comercial completo durante 2020⁶, la victoria del primer ministro británico en las elecciones de diciembre, que le garantiza los votos suficientes para aprobar el acuerdo de salida del Reino Unido de la UE que ya negoció con Bruselas, y la ligera mejora de las perspectivas económicas en Alemania, cuyo PIB aumentó ligeramente en el tercer trimestre del año (frente a la caída que mostró en el segundo).

En el conjunto del año, los tipos de interés de los bonos soberanos que más disminuyeron fueron los de los países europeos, con caídas que oscilaron entre los 43 p.b. en el caso del bono alemán y los 290 p.b. en el del bono griego. En España, la

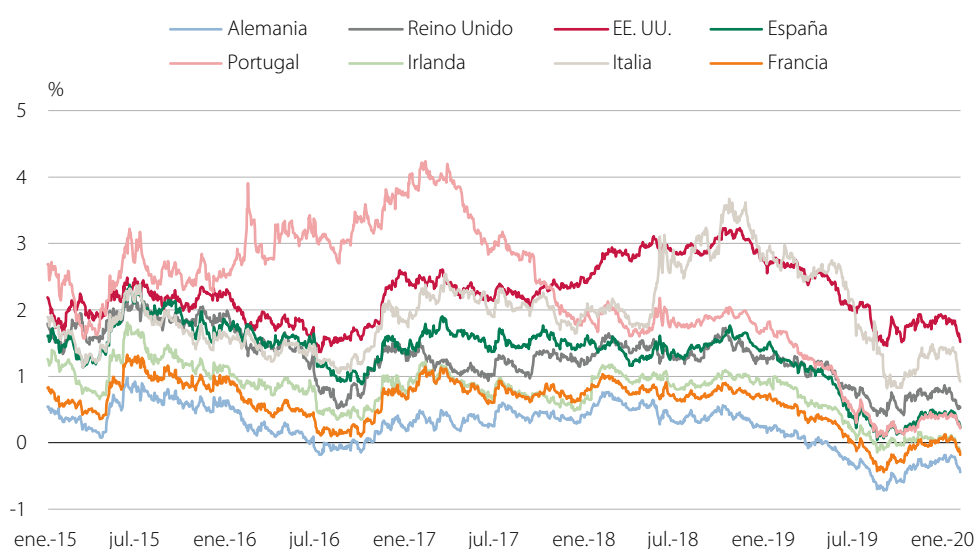
6 En enero se firmó la primera fase del acuerdo comercial entre China y EE. UU. y está previsto que las negociaciones para la segunda y última fase de este comiencen en un periodo corto de tiempo, aunque su firma podría llevarse a cabo después de las elecciones presidenciales estadounidenses de noviembre.

disminución anual fue de 95 p.b., mientras que en Italia y Portugal el retroceso fue algo mayor, de 135 p.b. y 128 p.b. respectivamente. Con estos descensos, las rentabilidades de la deuda a 10 años se situaban en niveles muy bajos y, de hecho, a finales de 2019 se hallaban en territorio negativo en Alemania y Holanda (aunque el número de economías en esta situación llegó a ser de 7 en octubre), por debajo del 0,5 % se situaban las rentabilidades de la deuda soberana a 10 años en España, Francia, Irlanda, Portugal, Bélgica, Austria y Finlandia y algo por debajo del 1 % en el Reino Unido.

Por su parte, en EE. UU. la rentabilidad del bono disminuyó en 78 p.b., para finalizar el ejercicio en el 1,91 % (2,69 % en diciembre de 2018), mientras que en Japón apenas se observaron cambios en el conjunto del año, con una ligera disminución de 2 p.b. hasta el -0,02%.

Rentabilidades de la deuda pública a 10 años

GRÁFICO 1.1.7

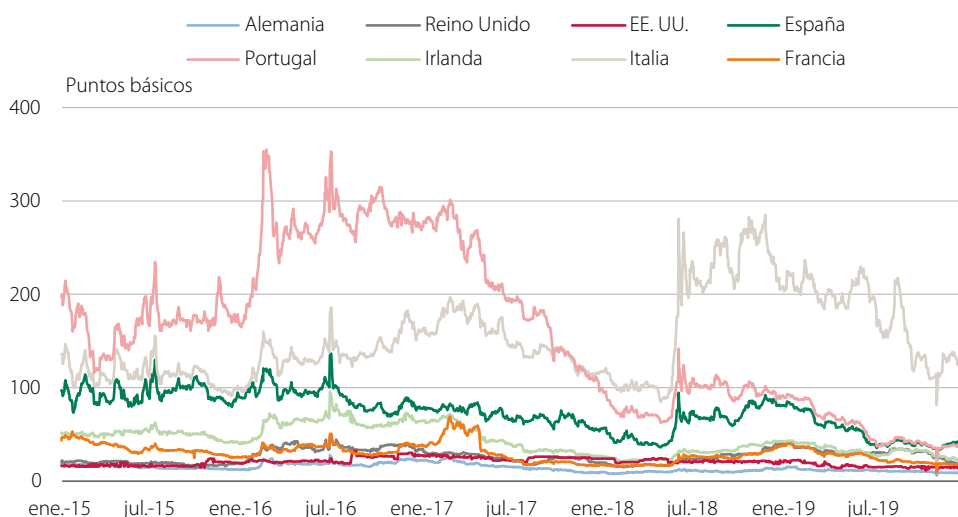


Fuente: Thomson Datastream.

Las primas de riesgo de crédito soberano (evaluadas a través de los contratos por diferencias —CDS— a 5 años) de las economías avanzadas disminuyeron ligeramente, en términos generales, a lo largo de 2019 aunque en el caso de los países periféricos de la zona euro esta disminución fue mayor. Este comportamiento respondió, en general, a la atenuación de algunas incertidumbres tal y como ha descrito anteriormente. Así, en Grecia la prima de riesgo experimentó un descenso total de 346 p.b., hasta situarse en 112 p.b. a finales de diciembre, y en Italia fue de 84 p.b., hasta los 121 p.b. En España, por su parte, la prima disminuyó alrededor de 40 p.b. en los primeros 6 meses del año y con posterioridad permaneció relativamente estable y finalizó el ejercicio en 41 p.b. (80 p.b. a finales de 2018), un comportamiento similar al de la prima de riesgo de crédito de Portugal (caída de 51 p.b., hasta los 38 p.b.). En las demás economías europeas las primas de riesgo experimentaron una caída más leve a lo largo de 2019. Así, por ejemplo, en Francia y en el Reino Unido se registraron descensos cercanos a los 20 p.b. y en Alemania de apenas 5 p.b. La prima de riesgo soberano de EE. UU. se situó en 13 p.b. a finales de diciembre, 9 p.b. por debajo de los 22 p.b. de finales de 2018 (véase gráfico 1.1.8).

Primas de riesgo de crédito de los CDS de bonos soberanos

GRÁFICO 1.1.8



Fuente: Thomson Datastream.

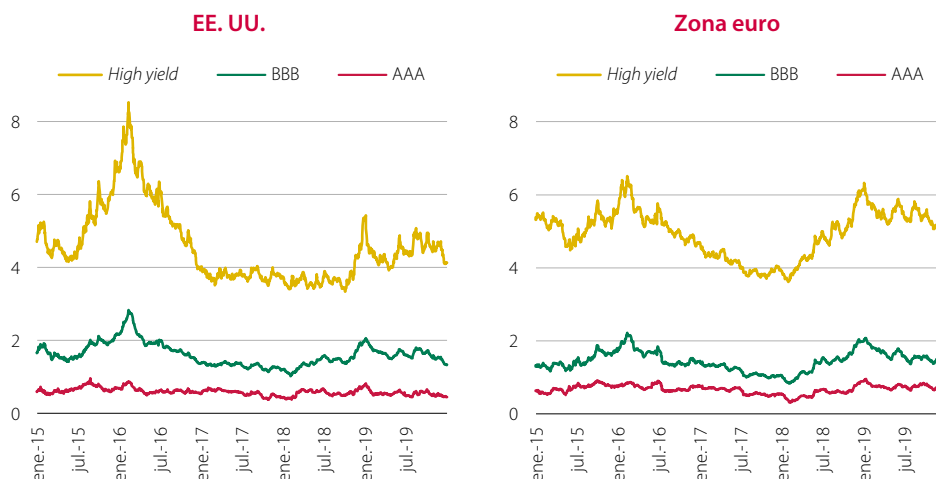
La prima de riesgo de las entidades de crédito de la zona euro se redujo a lo largo de 2019, ya que los mismos factores que contribuyeron a rebajar las primas de riesgo soberano generaron cambios positivos en las perspectivas del sector bancario. Así, la prima de riesgo representativa de este sector en la zona euro se redujo 54 p.b. en el año y se situaba en 101 p.b. a finales de diciembre. Por su parte, en EE. UU. la prima de riesgo del sector bancario descendió 35 p.b., hasta los 37 p.b.

También disminuyeron las primas de riesgo de la deuda corporativa durante 2019, aunque el patrón no fue homogéneo, observándose más irregularidad en el primer semestre y descensos significativos durante el segundo. Tanto en la zona euro como en EE. UU. las caídas se produjeron sobre todo en los segmentos de peor calidad crediticia⁷ (116 p.b. en el caso europeo y 54 p.b. en el estadounidense), lo que refleja el aumento generalizado del apetito por el riesgo. Así, a finales de diciembre, la prima de riesgo de los bonos *high yield* en la zona euro se situaba en 489 p.b., con un descenso acumulado de 171 p.b. entre junio y diciembre, y en EE. UU. alcanzaba los 430 p.b., con una caída de 78 p.b. en el mismo periodo. En general el entorno de tipos tan bajos, sobre todo en la zona euro, continúa favoreciendo la búsqueda de rentabilidad a través de inversiones en activos con mayor riesgo (véase gráfico 1.1.9).

Primas de riesgo de crédito de la deuda corporativa¹

GRÁFICO 1.1.9

Los mercados de valores
y sus agentes
Entorno económico
y financiero

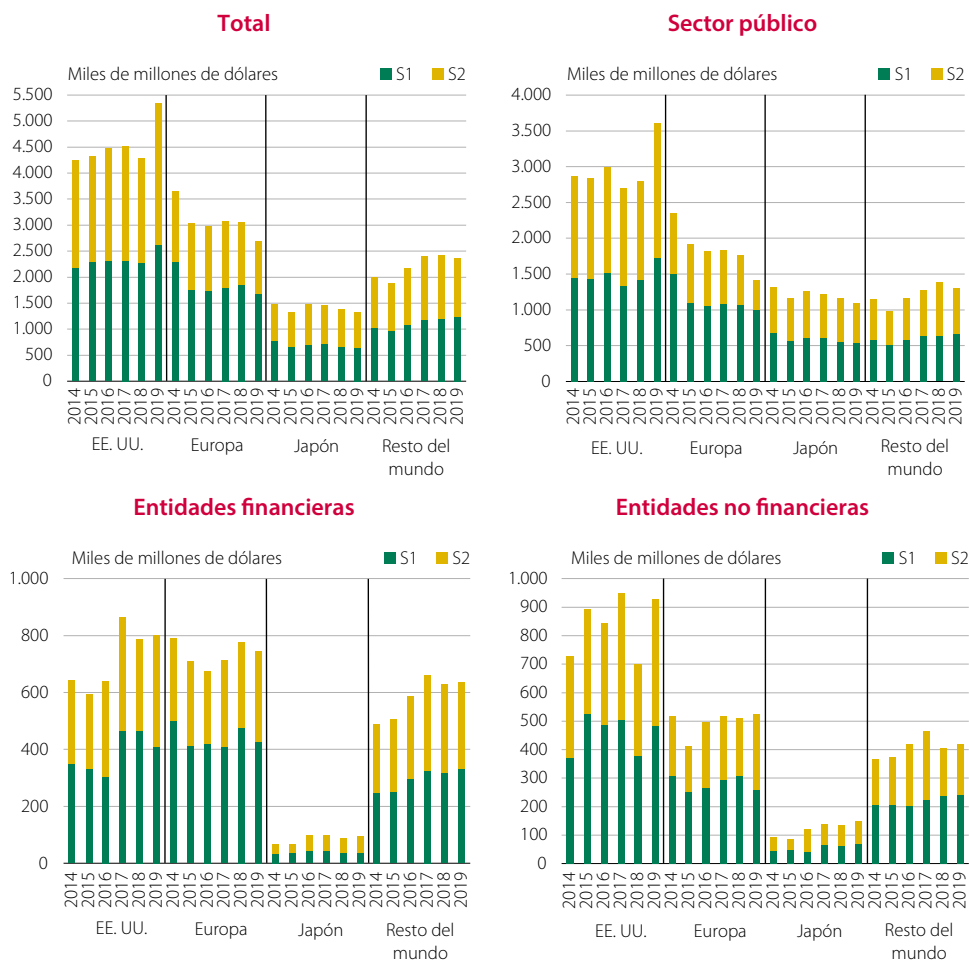


Fuente: Thomson Datastream (índices BofA Merrill Lynch e IBOXX). (1) Expresado como la diferencia entre la tasa interna de retorno (TIR) del conjunto de bonos que pertenece a un índice de determinado vencimiento y calidad crediticia y la de los bonos de deuda pública a 10 años (en el caso de la zona euro, se utiliza el bono alemán).

Aumento de las emisiones brutas de deuda en los mercados internacionales en 2019, impulsado por la actividad en EE. UU.

En 2019 las emisiones brutas de deuda en los mercados internacionales aumentaron un 5 %, hasta situarse en 11,7 billones de dólares, sin que se observase un patrón homogéneo entre regiones y emisores (véase gráfico 1.1.9). En EE. UU. las emisiones de deuda se incrementaron un 24,6 %, hasta los 5,33 billones de dólares, mientras que en el resto de áreas analizadas se produjeron descensos que fueron del 12,1 % en Europa y del 4,2 % en Japón, hasta situarse en 2,68 y 1,33 billones de dólares respectivamente. Por sectores también se observaron comportamientos dispares, aumentando de manera más notable las emisiones en el sector no financiero, donde se situaron en 2,0 billones de dólares, un 15,7 % más, y en las soberanas, con un importe de 7,4 billones, un 4,2 % más, mientras que se mantuvieron prácticamente estables las emisiones del sector financiero (2,3 billones de dólares, un 0,3 % menos que en 2018).

En EE. UU. el aumento de las emisiones de deuda en 2019 fue generalizado entre los diferentes sectores y se explica tanto por las decisiones de su Administración como por el descenso de los tipos de interés, que ha hecho más atractiva esta modalidad de financiación. El avance de las emisiones soberanas fue del 29 %, destacando el impulso de estas durante el segundo semestre del año, el de las emisiones de las compañías no financieras fue del 32,8 % y algo más modesto el de las entidades financieras, con un 1,9 %.



Fuente: Dealogic. Datos semestrales.

En Europa el descenso de las emisiones de deuda se debe, en su mayoría, al sector público, cuyas emisiones experimentaron un retroceso cercano al 20 % hasta situarse en 1,4 billones de dólares⁸, aunque también cayeron las de las entidades financieras (un 4,3 %, hasta los 744.000 millones). Estas últimas seguramente presentan menores necesidades de financiación y también disponen de fuentes alternativas de coste reducido. Caso distinto fue el de las compañías no financieras, que, aprovechando un nuevo descenso de los tipos de interés, incrementaron sus emisiones en 2019 un 2,9 % hasta los 527.000 millones de euros, la cifra más elevada de los últimos ejercicios.

Las bolsas internacionales experimentaron repuntes significativos en el conjunto del año y se registraron bajos niveles de volatilidad

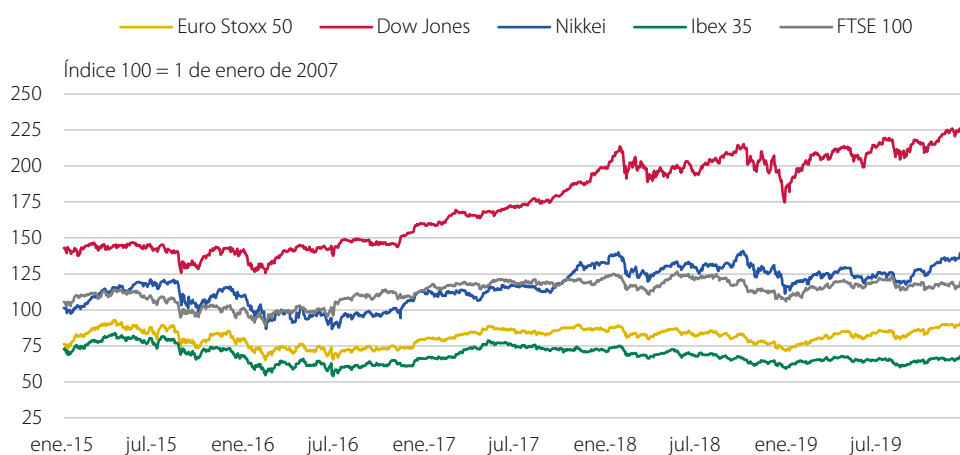
Las bolsas internacionales experimentaron importantes incrementos con respecto a 2018, año en el que las pérdidas fueron significativas. En general, los repuntes más elevados durante el ejercicio se produjeron en el primer y último trimestre, con revalorizaciones menores en los meses centrales (registrándose incluso caídas en

8 De hecho, las emisiones netas de estos instrumentos, es decir, descontando los vencimientos, se situaron en terreno negativo.

determinados índices, como el español, el italiano o el británico). La percepción generalizada de la disminución de las incertidumbres económicas y políticas, sobre todo en el último trimestre del año, favoreció el comportamiento alcista de los índices. En el conjunto de 2019 la revalorización de los índices europeos fue en general superior al 24 %, a excepción del Ibex 35, que registró un incremento más moderado, del 11,8 %, y del índice británico FTSE 100, cuyo aumento fue del 12,1 %. Salvo estos dos índices, las ganancias de los índices europeos oscilaron entre el 24,8 % del Eurostoxx 50 y el 28,3 % del italiano Mib 30. El balance anual de las bolsas estadounidenses y japonesas también muestra repuntes sustanciales: entre el 15,2 % (Topix) y el 18,2 % (Nikkei) en Japón y entre el 22,3 % (Dow Jones) y el 35,2 % (Nasdaq Composite) en EE. UU.

Evolución de los principales índices bursátiles internacionales

GRÁFICO 1.1.11

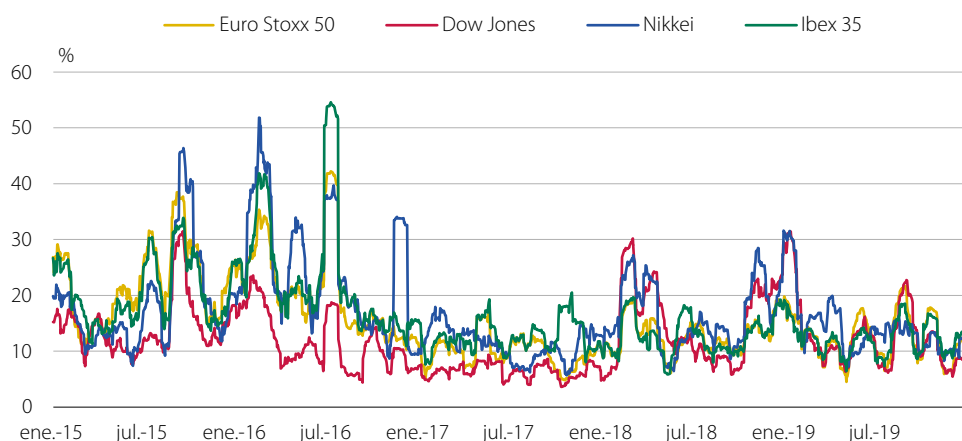


Fuente: Thomson Datastream.

Las medidas de volatilidad histórica de los índices bursátiles más relevantes se situaron en niveles reducidos durante 2019 si se considera la media anual en comparación con sus promedios históricos. En las bolsas europeas, los indicadores de volatilidad del Ibex 35 y del Eurostoxx 50 registraron un promedio anual en torno al 12,5 %, mientras que el histórico de ambos es aproximadamente del 20 %. La volatilidad de estos índices, que finalizó 2018 en niveles cercanos al 20 %, fue reduciéndose conforme avanzaba 2019, aunque experimentó un leve rebrote a finales de agosto. El promedio de la volatilidad histórica del Dow Jones en 2019 también fue inferior a su media histórica (12,4 % frente a 15 %), mostrando una tendencia a la baja más pronunciada que la de los índices europeos, pues comenzó el año en valores del 30 % y lo finalizó en el 6,4 %. De la misma forma, el índice japonés, que a inicios del ejercicio presentaba unos niveles de volatilidad más elevados, finalizó 2019 en torno al 11,6 % (véase gráfico 1.1.8). Las medidas de volatilidad implícitas de los índices bursátiles más relevantes se mostraron en la misma línea que las medias históricas, con promedios anuales de entre el 12 % y el 16 %.

Volatilidad histórica¹ de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 1.1.12



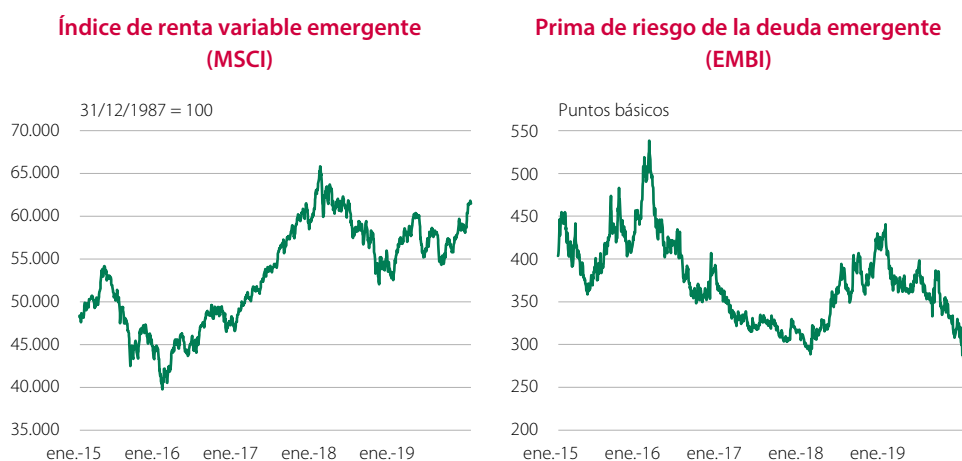
Fuente: Thomson Datastream. (1) La volatilidad histórica del índice en el día t está calculada como la desviación típica de los rendimientos diarios del índice en las 20 sesiones anteriores a t .

El comportamiento de los precios de los mercados bursátiles en las economías emergentes fue dispar, alcista en el primer y último trimestres del año (como en las economías avanzadas) y a la baja en los meses centrales. El ejercicio estuvo marcado por el desarrollo de las tensiones comerciales entre EE. UU. y China, aunque también destacó la incertidumbre política y social acontecida en Sudamérica, en particular en Chile. Con todo, el índice MSCI de renta variable emergente se revalorizó un 15 % en el conjunto del año y la prima de riesgo (EMBI) retrocedió 150 p.b., para finalizar el ejercicio en 284 p.b. (véase gráfico 1.1.13).

Como se observa en el cuadro 1.1.1, los mercados bursátiles de las economías emergentes tuvieron un comportamiento algo irregular durante 2019. Por regiones, los índices latinoamericanos aumentaron con respecto al cierre de 2018, a excepción del índice chileno IGPA, que retrocedió un 9,9 % debido a la inestabilidad política en el país. Las revalorizaciones del resto de los índices de la región llegaron hasta el 31,6 % en el caso del brasileño Bovespa y el 37,6 % del argentino Merval; este último, después de caer un 30,5 % tras la celebración de elecciones primarias en el país y el desplome del peso en el tercer trimestre, se revalorizó un 43,4 % en los últimos meses del año. La mayoría de los índices asiáticos también mostraron incrementos, destacando el Shanghai Composite, que, tras encarar 2 trimestres de caídas y gracias al desarrollo favorable de las negociaciones comerciales con EE. UU., aumentó un 5,0 % en el último trimestre y cerró el ejercicio con una subida del 22,3 %. Por su parte, en Europa del Este destacaron las revalorizaciones del índice ruso (RTS Index) y del rumano (Romania BET), que fueron del 45,3 % y el 35,1 %, respectivamente.

Evolución de los mercados financieros en las economías emergentes GRÁFICO 1.1.13

Los mercados de valores
y sus agentes
Entorno económico
y financiero



Fuente: Thomson Datastream y Bloomberg.

Los mercados de renta variable: Rentabilidad

CUADRO 1.1.1

Bolsa	Índice	Var. ¹ (%)				
		2015	2016	2017	2018	2019
Países desarrollados						
EE. UU.	Dow Jones Ind. A.	-2,2	13,4	25,1	-5,6	22,3
EE. UU.	Nasdaq Composite	5,7	7,5	28,2	-3,9	35,2
EE. UU.	S&P 500	-0,7	9,5	19,4	-6,2	28,9
Japón	Nikkei	9,1	0,4	19,1	-12,1	18,2
Reino Unido	FTSE 100	-4,9	14,4	7,6	-12,5	12,1
Zona euro	Euro Stoxx 50	3,8	0,7	6,5	-14,3	24,8
Euronext ²	Euronext 100	8,0	3,0	10,6	-11,2	24,9
Alemania	Dax 30	9,6	6,9	12,5	-18,3	25,5
Francia	Cac 40	8,5	4,9	9,3	-11,0	26,4
Italia	Mib 30	12,7	-10,2	13,6	-16,1	28,3
España	Ibex 35	-7,2	-2,0	7,4	-15,0	11,8
Latinoamérica, Asia y Europa del Este						
Argentina	Merval	36,1	44,9	77,7	0,8	37,6
Brasil	Bovespa	-13,3	38,9	26,9	15,0	31,6
Chile	IGPA	-3,8	14,2	35,0	-7,3	-9,9
México	IPC	-0,4	6,2	8,1	-15,6	4,6
Perú	IGBL	-33,4	58,1	28,3	-3,1	6,1
Corea del Sur	Korea Cmp Ex	2,4	3,3	21,8	-17,3	7,7
Hong Kong	Hang Seng	-7,2	0,4	36,0	-13,6	9,1
China	Shanghai Composite	9,4	-12,3	6,6	-24,6	22,3
Rusia	Russian RTS Index	-4,3	52,2	0,2	-7,6	45,3

Fuente: Thomson Datastream. (1) En moneda local. (2) Aglutina Bélgica, Holanda, Francia y Portugal.

Según los datos publicados por la Federación Mundial de Bolsas y la Federación Europea de Bolsas, los volúmenes de negociación de las principales bolsas y sistemas multilaterales de negociación (SMN) mostraron una evolución generalizada a la baja en las principales áreas geográficas a lo largo de 2019. Así, en EE. UU. la

contratación cayó un 16,6 % hasta los 36,8 billones de euros, como consecuencia de la disminución de la negociación en NYSE y en BATS Global Markets (caídas del 17,8 % y 13,5 %, respectivamente⁹). Entre las plataformas europeas, el descenso de mayor calibre se registró en Cboe Equities, con un 29,9 %, aunque el resto de los centros de negociación europeos también presentaron caídas de la contratación (en España la disminución fue del 20,6 %), al igual que los japoneses. Tampoco el SMN Turquoise se apartó de esta tendencia, con un retroceso de la negociación cercano al 50 % en 2019.

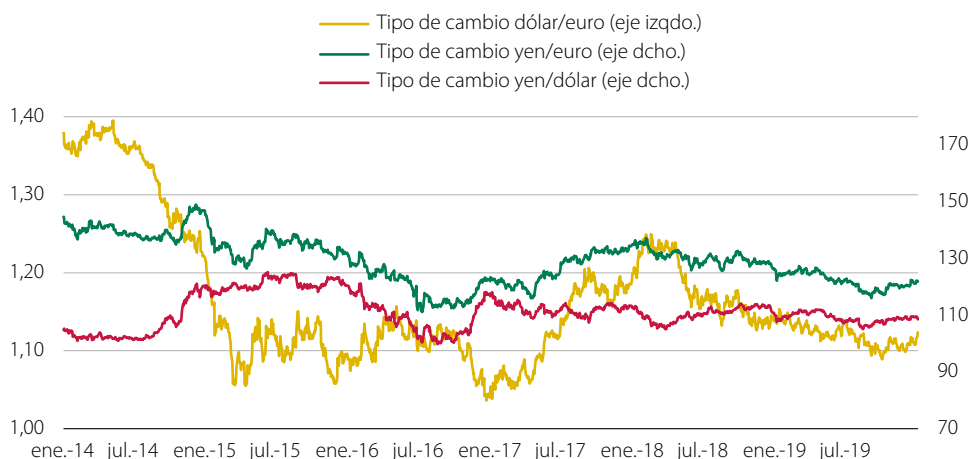
En los primeros meses de 2020 la expansión del coronavirus y la generalización de medidas de aislamiento han dado lugar a fuertes episodios de turbulencias en los mercados financieros internacionales, con caídas abruptas de las cotizaciones y aumentos sustanciales de la volatilidad, que en algunos de los índices han llegado a superar los niveles máximos observados en 2008. En determinados índices como el español se registró la mayor caída diaria de la historia del índice (del 14,1 % el 12 de marzo). Hasta la fecha¹⁰, las bolsas de las economías avanzadas pierden entre un 14 % y un 29 % en el año, a excepción del índice Nasdaq, que cae un 6,5 %. En China, donde los mercados de renta variable experimentaban episodios de turbulencias ya a principios de febrero (el Shanghai Composite abrió el lunes 3 de febrero con unas pérdidas cercanas al 8 %, la mayor caída en más de 4 años), se observó un comportamiento más estable con posterioridad, de manera que a mediados de abril las pérdidas acumuladas en el año eran del 7,8 %.

La fortaleza del crecimiento en EE. UU. y las incertidumbres europeas pesan en la cotización del euro

Como se puede apreciar en el gráfico 1.1.14, el tipo de cambio del euro respecto al dólar comenzó el ejercicio en 1,15 dólares por euro y se situó en diciembre de 2019 en torno a 1,12. Durante el año el tipo de cambio osciló entre ambas cifras, aunque con una ligera depreciación del euro, más destacable durante el mes de septiembre. Los mejores datos macroeconómicos del país estadounidense y la existencia de incertidumbres políticas y económicas en Europa (*brexit*, ralentización de la actividad...) explican el atractivo de la divisa estadounidense frente a la moneda europea. Siguiendo un patrón similar al del dólar/euro, el tipo de cambio del euro respecto al yen pasó de 126 a 122 yenes por euro entre diciembre de 2018 y diciembre de 2019. Por otra parte, la tendencia seguida por el tipo de cambio del euro frente a la libra estuvo marcada por las negociaciones con respecto al *brexit* y pasó de 0,89 libras por euro al cierre de 2018 a 0,85 a finales de 2019, tras la apreciación de la moneda británica a final de año al conocerse el resultado de las elecciones de diciembre.

9 Las tasas de variación anuales que se presentan se han calculado con la información disponible del cierre de 2019. Concretamente, se dispone de datos para el año completo de todos los centros de negociación excepto de NYSE (hasta octubre).

10 Información hasta el 15 de abril.



Fuente: Thomson Datastream.

1.1.3 Perspectivas y riesgos

Los pronósticos del FMI publicados en enero de 2020, que situaban el avance del PIB mundial para 2020 en el 3,3 %, quedaron totalmente obsoletos tras los acontecimientos desencadenados por la expansión del coronavirus. En abril la institución publicó un nuevo informe que, aunque sujeto a un grado muy alto de incertidumbre¹¹, apunta a un ejercicio 2020 muy desfavorable, con una contracción del PIB mundial del 3,0 % (mucho más acusada que la de 2009 con la crisis financiera global, que fue del 0,6 %), para después aumentar hasta el 5,8 % en 2021. Tanto las principales economías avanzadas como la mayoría de las emergentes mostrarían distintos grados de recesión. Para las primeras, la contracción del PIB sería más acentuada y se situaría en el 6,1 % este año, frente al avance del 1,7 % en 2019, siendo los retrocesos esperados para la zona euro y para EE. UU. del 7,5 % y del 5,9 % respectivamente (frente a avances del 1,2 % y del 2,3 % en 2019). Las previsiones para las economías emergentes y en desarrollo sitúan la contracción de la actividad en el 1,0 % para este ejercicio, pues los datos de crecimiento pronosticados para China y la India (con avances esperados del 1,2 % y el 1,9 % para 2020, respectivamente) suavizan la caída del PIB para este grupo de países.

Los riesgos más relevantes en este escenario se derivan principalmente de la duración de la expansión y contención del brote de COVID-19, así como de la efectividad de las medidas adoptadas, cuya duración también es incierta. Las consecuencias de la crisis sanitaria actual son difíciles de predecir y dependen de numerosos factores. Por una parte resulta complicado pronosticar el ritmo de recuperación de la actividad económica una vez que las medidas de aislamiento se empiecen a flexibilizar de forma progresiva, o incluso la posibilidad de que se produzcan nuevos rebrotes que puedan originar el endurecimiento o la prolongación de algunas de ellas. También es relevante tener en cuenta la elevada pérdida de riqueza de los agentes originada por las fuertes

11 Las previsiones del FMI toman como escenario base la suposición de que la pandemia del COVID-19 se disipa en el segundo semestre de 2020 y que las medidas de contención pueden replegarse gradualmente, de forma que la actividad económica se normalice gracias al apoyo brindado por las políticas económicas implementadas por las autoridades.

caídas en los precios de los activos financieros —y puede que próximamente de los activos reales— en un contexto de previsible disminución de sus rentas. Por otra parte, es difícil predecir el cambio y la intensidad de los patrones de consumo de los agentes e, incluso, de su forma de interactuar en el futuro, factores que también van a condicionar el ritmo de salida de la crisis. Finalmente, será muy importante el reto que supone para la mayoría de las economías afrontar el deterioro de las cuentas públicas, que, en parte, se producirá por las decisiones adoptadas y, al mismo tiempo, asegurar la sostenibilidad de las finanzas del sector público a medio y largo plazo.

Además de la repercusión del coronavirus en el escenario de crecimiento, se atisban otros riesgos de diferente naturaleza que han pasado a un segundo plano, pero que siguen siendo relevantes. Entre ellos cabe destacar las negociaciones en torno al acuerdo comercial entre EE. UU. y China y al *brexít*. En relación con las primeras, pese a que a principios de este ejercicio se firmó la primera fase del acuerdo entre EE. UU. y China, todavía persisten dudas sobre el desarrollo de su segunda fase y sus efectos sobre el comercio internacional. En este sentido, las próximas elecciones presidenciales que se celebrarán en EE. UU. en noviembre introducen mayor incertidumbre en torno a este factor. En cuanto al *brexít*, a mediados de abril se retomaron las negociaciones paralizadas momentáneamente por la crisis y, de no llegar a un acuerdo al finalizar el periodo de transición (que sería a finales de año a menos que haya una prórroga), se estaría ante una salida desordenada del Reino Unido, que podría acabar comerciando con la Unión de conformidad con las normas de la Organización Mundial del Comercio. También existen dudas en relación con las negociaciones entre la Unión Europea y EE. UU. sobre un acuerdo comercial que detenga el aumento de aranceles bilaterales entre ambas potencias.

1.2 Entorno nacional

La economía española no fue ajena a los elementos que propiciaban una desaceleración a nivel mundial en 2019, aunque esta no fue tan intensa en España como en otras economías europeas más afectadas por las restricciones a los intercambios comerciales y a otras incertidumbres. En este entorno, el PIB y el empleo continuaron en expansión, aunque a un ritmo menor que en 2018, y la inflación se mantuvo todo el ejercicio en valores inferiores al 2 % —apoyada por la caída del precio de los productos energéticos—. El déficit público se situó en el 2,8 % del PIB (2,5 % en 2018). Varias de las incertidumbres presentes en el ejercicio tendieron a reducirse a final de año y permitieron que los mercados bursátiles cerraran el ejercicio con alzas notables y que las rentabilidades de los activos de deuda se incrementaran, aunque el balance arrojó descensos que se derivan del escenario prolongado en el tiempo de tipos de interés ultrabajos.

Así, el PIB se incrementó un 2,0 % en 2019 (2,4 % en 2018), 8 décimas más que en la zona euro y el número de empleos aumentó en más de 402.000, por lo que la tasa de paro media de 2019, aunque elevada, se situó en el 14,1 % de la población activa (1,2 puntos menos que en 2018). La situación patrimonial de los hogares continuó mejorando ligeramente como consecuencia del aumento de sus rentas, la disminución de sus deudas y el incremento de su riqueza. Su tasa de ahorro aumentó por segundo año consecutivo por un motivo de precaución, aunque siguió siendo mucho más pequeña que el estándar europeo. Los bancos continuaron encontrando dificultades para incrementar su rentabilidad debido al reducido nivel de los tipos de interés, aunque se observó una disminución adicional de la tasa de morosidad, que se situó en mínimos desde el año 2009.

En los mercados de deuda nacionales las rentabilidades retrocedieron, como en otras economías europeas, y marcaron nuevos mínimos históricos. Tanto la deuda a corto como a largo plazo experimentaron variaciones a la baja influenciadas por la continuidad de la política monetaria acomodaticia adoptada por el BCE, que decidió no subir los tipos de interés oficiales y reiniciar el programa de compras de deuda. En los plazos más largos de deuda pública los tipos negativos se extendían a finales de año hasta el plazo de 5 años. La rentabilidad del bono a 10 años, que llegó a niveles muy cercanos a cero en agosto, finalizó el ejercicio en el 0,47 % (1,43 % en 2018). Por su parte, la prima de riesgo se redujo considerablemente en el primer semestre, en línea con la mayor fortaleza relativa de la economía española, y experimentó pocos cambios con posterioridad. Cerró 2019 en 66 p.b. (118 en 2018).

En los mercados de renta variable, el Ibex 35 presentó un comportamiento alcista, como el de la mayoría de los índices internacionales de renta variable, pero su revalorización (11,8 %) fue bastante inferior, en un entorno de volatilidad baja y unas condiciones de liquidez favorables y debido, en buena medida, a que en su composición tienen gran importancia las acciones del sector financiero. La negociación de acciones españolas disminuyó, una tendencia que también se observó en otros centros, y continuó el desplazamiento de parte de esta desde los centros de negociación españoles hacia otros SMN y mercados regulados exteriores, cuya cuota de mercado se situó en el 42,6 % (37,4 % en 2018).

Los primeros meses de 2020 han venido marcados por un giro abrupto del escenario económico y financiero en España derivado de la crisis del COVID-19. Las medidas de confinamiento adoptadas en marzo para limitar el contagio del virus supusieron la paralización de una parte considerable de la actividad productiva, que ha propiciado un episodio de grandes turbulencias en los mercados, no observadas desde las últimas grandes crisis acontecidas en 2008 y 2012. Los mercados de acciones experimentaron fuertes caídas de precios, repuntes de la volatilidad y pérdidas de liquidez hasta un punto que la CNMV, al igual que otros supervisores de valores, decidió prohibir la creación o el incremento de posiciones cortas sobre acciones. En los mercados de renta fija se observaron repuntes en las primas de riesgo, especialmente de los activos de peor calidad crediticia, hasta que el BCE anunció un conjunto amplio de medidas para paliar los efectos de la crisis y esta tendencia se revirtió. En este contexto, las estimaciones publicadas más importantes sitúan la caída del PIB en España, como mínimo, en el 8 % este año.

1.2.1 Entorno económico

La economía española creció un 2 % en 2019 y volvió a aumentar el diferencial respecto a la zona euro

En 2019 el crecimiento del PIB de la economía española se situó en el 2 %, con lo que prolonga la senda expansiva que inició en 2014, aunque a un ritmo inferior al de años previos (2,4 % en 2018 y 2,9 % en 2017), 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 euro (cuyo crecimiento pasó del 1,9 % al 1,2 %, fundamentalmente por el peor comportamiento de Alemania), lo que elevó el diferencial de crecimiento desde 0,5 p.p. hasta 0,8 p.p.

La aportación de la demanda nacional al crecimiento del PIB se redujo a 1,5 p.p. en 2019 (2,6 p.p. en 2018), mientras que la contribución del sector exterior, que finalizó

en terreno negativo en los 2 años previos, fue de 0,5 p.p. (casi 8 décimas más que en 2018). En relación con los componentes de la demanda interna, se observó una desaceleración del crecimiento del consumo privado entre 2018 y 2019 (pasó del 1,8 % al 1,1 %) y, sobre todo, de la formación bruta de capital fijo (del 5,3 % al 1,8 %), mientras que la variación del consumo público experimentó una leve aceleración (pasó del 1,9 % en 2018 al 2,3 % en 2019). En cuanto a la evolución del sector exterior, las exportaciones crecieron ligeramente por encima del avance del año previo (2,6 % frente al 2,2 %) a pesar de la ralentización del comercio internacional, mientras que las importaciones disminuyeron su ritmo de avance (del 3,3 % en 2018 al 1,2 % en 2019). La ralentización de estas últimas, junto con la aceleración de las exportaciones, permitió que la contribución de la demanda exterior al crecimiento fuera positiva durante todo el año.

Indicadores de la economía española (tasas de crecimiento)

CUADRO 1.2.1

%	2015	2016	2017	2018	2019
PIB	3,8	3,0	2,9	2,4	2,0
Consumo privado	2,9	2,6	3,0	1,8	1,1
Consumo público	2,0	1,0	1,0	1,9	2,3
Formación bruta de capital fijo, de la que:	4,9	2,4	5,9	5,3	1,8
bienes de equipo	9,9	1,9	8,5	5,6	3,0
Exportaciones	4,3	5,4	5,6	2,2	2,6
Importaciones	5,1	2,6	6,6	3,3	1,2
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	-0,1	1,0	-0,1	-0,3	0,4
Empleo ¹	3,2	2,8	2,8	2,5	2,3
Tasa de paro (% población activa)	22,1	19,6	17,2	15,3	14,1
Índice de precios de consumo	-0,5	-0,2	2,0	1,7	0,7
Saldo cuenta corriente (% PIB)	2,0	3,2	2,7	1,9	2,0
Saldo AA. PP. (% PIB ²)	-5,2	-4,5	-3,1	-2,5	-2,8

Fuente: Ministerio de Economía y Competitividad, Thomson Datastream y Comisión Europea. 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, 2018 y 2019 por una cuantía del 0,1 %, 0,2 %, 0,04 %, 0,01 % y 0,0 % del PIB respectivamente.

Desde el punto de vista de la oferta, las ralentizaciones más intensas se observaron en las ramas primarias (agricultura, ganadería, silvicultura y pesca), cuyo valor añadido pasó de crecer un 5,9 % en 2018 a cifras negativas en 2019 (-2,6 % de media anual) y en la construcción, aunque esta última mantuvo tasas positivas (pasó del 5,7 % en 2018 al 3,5 % en 2019). Por su parte, en el sector servicios se registró un avance similar al del año previo (2,6 % en 2019 frente a 2,7 % en 2018), siendo el sector industrial el único que experimentó una cierta aceleración, al pasar de un descenso del 0,4 % en 2018 a un avance del 0,6 % en 2019. Este comportamiento tuvo su origen en las industrias no manufactureras.

La tasa de inflación, que alcanzó el 1,5 % en abril por el repunte de los precios de la energía, se fue reduciendo posteriormente a medida que la tasa energética fue entrando en terreno negativo¹². La tasa media anual se situó en el 0,7 % (0,8 % en

12 La tasa de variación interanual de los precios de la energía pasó del 5,6 % en marzo hasta el -2,1 % en diciembre y alcanzó un valor mínimo del -6,6 % en septiembre.

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 0,7 % y el 1,0 %), registrando una media anual de 0,9 % (1,0 % en diciembre). Por su parte, la inflación en la zona euro fue superior a la de España durante todo el año. El diferencial entre España y la zona euro finalizó 2019 en -0,5 p.p. y osciló en el periodo entre -0,1 p.p. en los momentos de máxima inflación de abril y -0,7 p.p. en junio. De media anual, esta diferencia fue de -0,4 p.p., frente a un valor prácticamente nulo en 2018.

En el mercado laboral el dinamismo de la actividad económica permitió que el empleo creciera de forma notable, un 2,3 % de media en 2019, pero con menor intensidad que en años previos (2,5 % en 2018 y 2,8 % en 2017). La información de la Encuesta de Población Activa (EPA) indica que el año pasado el número de empleos se incrementó en 402.300 (2,40 millones en los últimos 5 años) y que la tasa de paro descendió hasta el 13,8 % en el cuarto trimestre (14,4 % a finales de 2018). Además, la tasa de variación interanual media de los costes laborales unitarios en los 9 primeros meses de 2019 se situó en el 2,4 %, pues al aumento de la remuneración por asalariado (2 %) se le añadió la caída de la productividad aparente del trabajo (0,4 %).

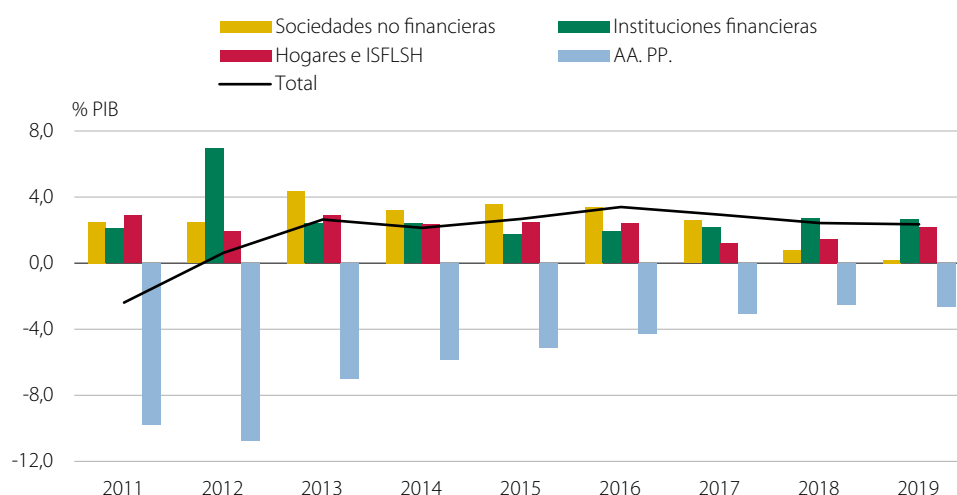
La situación de las finanzas del sector público en su conjunto empeoró en 2019. El déficit público cerró el año en una tasa del 2,8 % del PIB (2,5 % en 2018), compatible, por tanto, con que España se mantenga por segundo año consecutivo fuera del procedimiento de déficit excesivo en el que se encontraba desde 2009. A excepción de las comunidades autónomas, cuyo déficit aumentó hasta alcanzar el 0,55 % del PIB (0,28 % en 2018), las Administraciones que presentaban necesidades de financiación redujeron su importe, destacando la disminución del déficit de las administraciones de la seguridad social, que se situó en el 1,29 % (1,44 % en 2018) y, en menor medida, el de la Administración central, que pasó del 1,32 % en 2018 al 1,30 %. Por su parte, las corporaciones locales experimentaron un leve descenso de su superávit, que pasó del 0,5 % al 0,3 % del PIB. El nivel de deuda pública se situó en el 95,5 % del PIB a finales de 2019, 2,1 p.p. menos que en 2018.

La capacidad de financiación de la economía española frente al resto del mundo descendió ligeramente en 2019 hasta el 2,3 % del PIB

La economía española siguió presentando capacidad de financiación en 2019, aunque esta descendió levemente hasta el 2,3 % del PIB (2,4 % en 2018), el menor nivel desde 2014. La tasa de ahorro de la economía española experimentó un descenso durante el año que fue superior al de la inversión en activos no financieros, lo que dio lugar a la mencionada disminución de la capacidad de financiación agregada. Por sectores, cabe señalar el ligero aumento, por primera vez tras seis años de descensos consecutivos, de la necesidad de financiación de las Administraciones públicas (AA. PP.). En los sectores no financieros de la economía se observó un aumento de la capacidad de financiación de los hogares (desde el 1,5 % del PIB en 2018 hasta el 2,2 % en 2019), mientras que, en el caso de las sociedades no financieras, esta disminuyó hasta el 0,2 % del PIB (0,8 % en 2018).

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

GRÁFICO 1.2.1



Fuente: Banco de España.

Los hogares siguieron aumentando su tasa de ahorro, aunque este siguió siendo mucho más pequeño que el de la zona euro

Los últimos datos sobre posición patrimonial de los hogares revelan un incremento en la tasa de ahorro y en la riqueza, mientras que la ratio de endeudamiento continuó descendiendo en 2019. El aumento de la tasa de ahorro, que pasó del 5,9 % de su renta bruta disponible (RBD) a finales de 2018 hasta el 7,4 % a finales de 2019, se explica por un motivo de precaución de los hogares en un contexto de ralentización económica y de presencia de varias incertidumbres, que ha sido compatible con la expansión del consumo agregado y la mayor facilidad de acceso a la financiación. A pesar de registrar dos ejercicios consecutivos de aumento del ahorro, la tasa de los hogares españoles sigue siendo muy inferior a la media de la zona euro (próxima al 13 % de la RBD). En el caso de la ratio de endeudamiento, que se redujo desde el 102,2 % de la RBD a finales de 2018 hasta el 98,7 % en 2019, se produjo tanto una disminución en el nivel de las deudas —fundamentalmente en el préstamo para vivienda— como un aumento en el nivel de renta disponible agregada. La riqueza neta de los hogares se incrementó durante 2019 (desde el 563,6 % del PIB hasta el 571,1 %) debido tanto a la revalorización de los activos financieros como, en menor medida, a la de los inmobiliarios.

Las inversiones financieras netas de los hogares ascendieron al 3,9 % del PIB en 2019 (2,8 % en 2018), con lo que se mantiene la tendencia de años anteriores. Así, continuó la inversión en medios de pago (4,9 % del PIB) y la desinversión en acciones y participaciones (1,0 % del PIB) y en depósitos a plazo y valores de renta fija (1,7 % del PIB), en este último caso con importes más pequeños que en años previos. Los hogares invirtieron en participaciones en fondos de inversión siguiendo la tendencia iniciada en 2012, influidos probablemente por el buen comportamiento de los mercados en la última parte de 2019, aunque el volumen invertido también fue inferior. En total, invirtieron en estos productos un volumen de recursos equivalente al 0,5 % del PIB (0,7 % en 2018).

En cuanto a la evolución de la inversión en fondos de inversión y a diferencia de lo que venía sucediendo desde 2013, periodo en el que las variaciones patrimoniales se

traducían en un descenso del peso relativo de las fórmulas más conservadoras (fondos de renta fija y fondos garantizados de renta fija y renta variable), en 2019 los movimientos de los partícipes no fueron en una dirección tan clara. Si bien es cierto que los fondos de renta variable internacional —una vocación de las consideradas más arriesgada— registraron suscripciones netas positivas de más de 4.000 millones de euros, los fondos de renta fija fueron los que recibieron mayores recursos durante el año. El patrón temporal también fue importante, ya que en los primeros trimestres destacaron las suscripciones netas en los fondos de renta fija, efectuadas sobre todo por aquellos inversores más aversos al riesgo, que se vieron influidos por el comportamiento negativo de los mercados a finales de 2018, mientras que las suscripciones de fondos en las vocaciones de renta variable internacional fueron significativas en la segunda mitad del año. Estas últimas, favorecidas por la disminución de algunas de las incertidumbres presentes en los mercados, pudieron ser efectuadas por la parte de los inversores que se decanta por opciones que tengan una rentabilidad esperada (y riesgo) superior en un entorno de tipos reducidos como el actual.

1.2.2 Entorno financiero

El indicador de estrés de los mercados financieros, que permaneció la mayor parte de 2019 en niveles bajos, repuntó con fuerza en marzo de este año a causa de la crisis generada por el coronavirus

En 2019 el indicador de estrés de los mercados financieros españoles¹³ aumentó progresivamente hasta septiembre, desde niveles muy reducidos hasta alcanzar los valores de referencia que separan el nivel de estrés bajo del medio (0,27). Osciló alrededor de ellos varias semanas, pero finalizó el año en 0,22 mostrando una leve tendencia a la baja en sintonía con la disminución de las incertidumbres existentes.

Este indicador se mantuvo en niveles reducidos durante los dos primeros meses de 2020 y, después, mostró un incremento significativo hasta situarse en la zona de estrés elevado (por encima de 0,49) debido a la crisis generada por el COVID-19 y su impacto en los diferentes segmentos del sistema financiero. El indicador de estrés del conjunto del sistema, cuyo último dato se sitúa en 0,56 (a 17 de abril), experimentó el repunte más intenso de su historia en 4 semanas consecutivas: entre el 28 de febrero y el 27 de marzo aumentó desde 0,19 hasta 0,56 (0,36 puntos más), una tendencia que contrasta con el aumento más progresivo de su valor observado en otros periodos de crisis. El indicador ha alcanzado, así, su tercer valor histórico más elevado, solo por debajo del nivel experimentado a finales de 2008 (0,88) o a

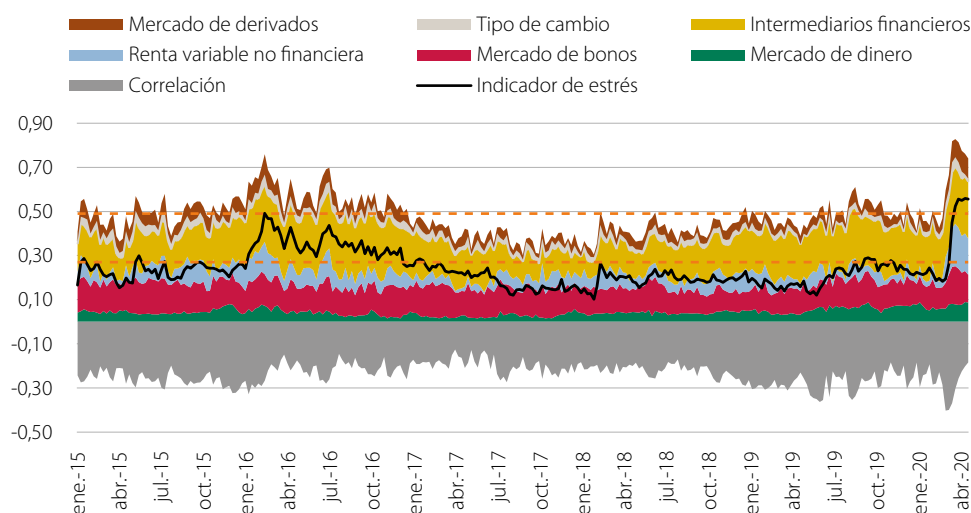
13 El indicador de estrés calculado por la CNMV proporciona una medida en tiempo real del riesgo sistémico en el sistema financiero español que oscila entre cero y uno. Para ello evalúa el estrés en seis segmentos del sistema financiero y lo agrega, con lo que se obtiene una única cifra que tiene en cuenta la correlación entre dichos segmentos. Las estimaciones econométricas indican que valores del indicador por debajo de 0,27 corresponden a periodos de estrés reducido, mientras que valores entre 0,27 y 0,49 corresponden a periodos de estrés intermedio y por encima de 0,49, a periodos de estrés elevado. Para un mayor detalle sobre la evolución reciente de este indicador y sus componentes, véase la publicación trimestral *Nota de Estabilidad Financiera*, así como las series estadísticas de la CNMV (Indicadores de estrés de los mercados), disponibles en <http://www.cnmv.es/portal/menu/Publicaciones-Estadisticas-Investigacion.aspx>. Para más información sobre la metodología de este indicador, véase Cambón, M.I. y Estévez, L. (2016). «A Spanish Financial Market Stress Index (FMSI)». *Spanish Review of Financial Economics*, Vol. 14, n.º 1, pp. 23-41, o como Documento de Trabajo de la CNMV n.º 60 (http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia_60_en.pdf).

mediados de 2012 (0,70). Las caídas abruptas de los precios de los activos, el incremento de la volatilidad y la pérdida de liquidez de los activos han generado aumentos muy importantes del nivel de estrés en la mayoría de los segmentos que conforman el indicador general.

Como se observa en el gráfico 1.2.2, los indicadores individuales más relevantes experimentaron repuntes hasta niveles superiores a 0,85 o incluso 0,95 en el caso de la renta variable no financiera. Desde finales de marzo, el valor agregado total del estrés se mantiene relativamente estable en valores que oscilan entre 0,55 y 0,56 debido a una cierta pérdida de intensidad de las turbulencias en los mercados, a la que ha contribuido, sin duda, el conocimiento del ambicioso paquete de medidas adoptado por el BCE, que puso freno a la tendencia alcista de las principales primas de riesgo. Además, el grado de correlación del sistema, aunque de forma lenta, ha ido también aumentando a lo largo de las últimas semanas, lo que puede contribuir a mantener el nivel de estrés del sistema en niveles elevados durante algún tiempo.

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*, Vol. 14, n.º 1, pp. 23-41, o como Documento de Trabajo de la CNMV n.º 60 (http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia_60_en.pdf).

Las rentabilidades de la deuda siguieron a la baja durante 2019 afectadas por las decisiones de política monetaria

En los mercados de deuda nacionales, los tipos de interés de la deuda pública a corto plazo mostraron una ligera tendencia a la baja a lo largo de 2019, situándose en zona de mínimos históricos. De este modo, en línea con el mantenimiento de la política monetaria ultraexpansiva del BCE, acumulan su cuarto año consecutivo en valores negativos para todo el tramo corto de la curva. En particular, los tipos de interés de las letras a 3, 6 y 12 meses se situaron en el -0,69 %, el -0,52 % y el -0,48 % respectivamente, por debajo de los valores de cierre de 2018 (-0,55 %, -0,42 % y -0,37 % respectivamente). Por su parte, los tipos a medio y largo plazo experimentaron nuevos descensos a lo largo del ejercicio por las citadas medidas acomodaticias del banco central y por la consideración de estos bonos como activo refugio en momentos de incertidumbre. En este contexto, la rentabilidad del bono a 10 años se situaba en

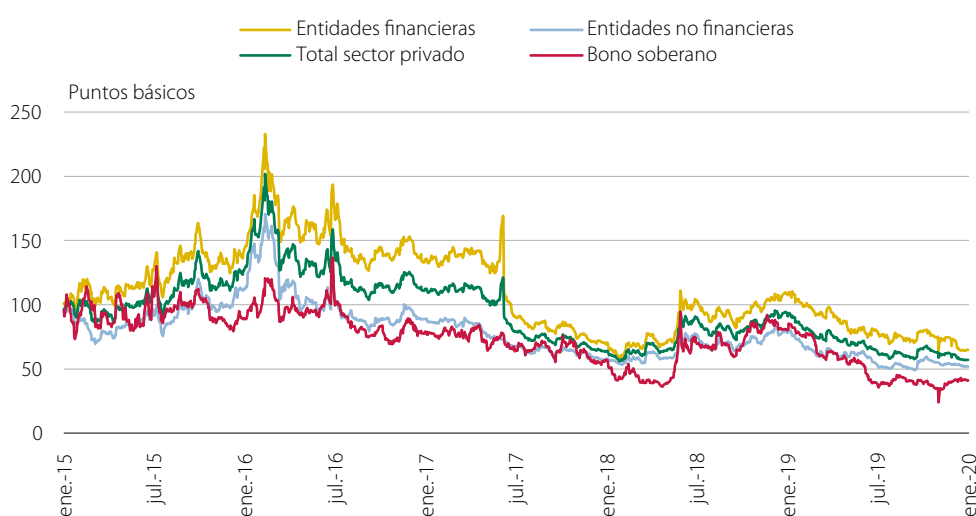
mínimos históricos cercanos a cero a finales de agosto y la del bono a 5 años entraba en terreno negativo en junio¹⁴. Posteriormente, en el último trimestre, tras la resolución de algunas incertidumbres y ante la perspectiva de que, por el momento, no habría nuevas decisiones adicionales de carácter expansivo, los tipos de la deuda a 10 años iniciaron ligeras alzas que se fueron consolidando para finalizar el ejercicio en el 0,47 %, lo que supone 95 p.b. menos que en diciembre de 2018 (1,43 %).

La prima de riesgo de crédito soberano experimentó recortes en 2019, favorecida por el mejor comportamiento relativo de la economía española frente al resto de las grandes economías europeas, y marcó un mínimo anual de 60 p.b. en julio. Con posterioridad se mantuvo relativamente constante, experimentando leves altibajos, y finalizó el ejercicio en un valor de 66 p.b., más de 50 p.b. por debajo del registro de cierre de 2018 (118 p.b.). Las primas de riesgo de los subsectores privados de la economía se comportaron de forma similar a las del sector público, destacando las entidades financieras, cuya prima disminuyó prácticamente durante todo el año. Así, la media de los CDS de las entidades financieras españolas se situaba a finales de diciembre en 65 p.b., por debajo de los 108 p.b. del inicio del año, y la media de los de las entidades no financieras quedaba en 52 p.b., frente a los 78 p.b. de comienzos del ejercicio.

Las empresas siguieron durante 2019 sustituyendo sus emisiones en España por emisiones en el exterior. Así, las emisiones de renta fija privada registradas en la CNMV descendieron un 11 % en el conjunto del año, hasta los 90.161 millones de euros, mientras que las realizadas en el exterior crecieron un 14 %, hasta los 100.321 millones. Esta evolución responde, en parte, a la disminución de las emisiones de la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB), que las redujo un 31 % hasta los 20.505 millones (29.751 millones en 2018). Si se descontaran las emisiones de deuda de esta sociedad, la caída de las emisiones totales de renta fija habría sido menor (-2,6 %).

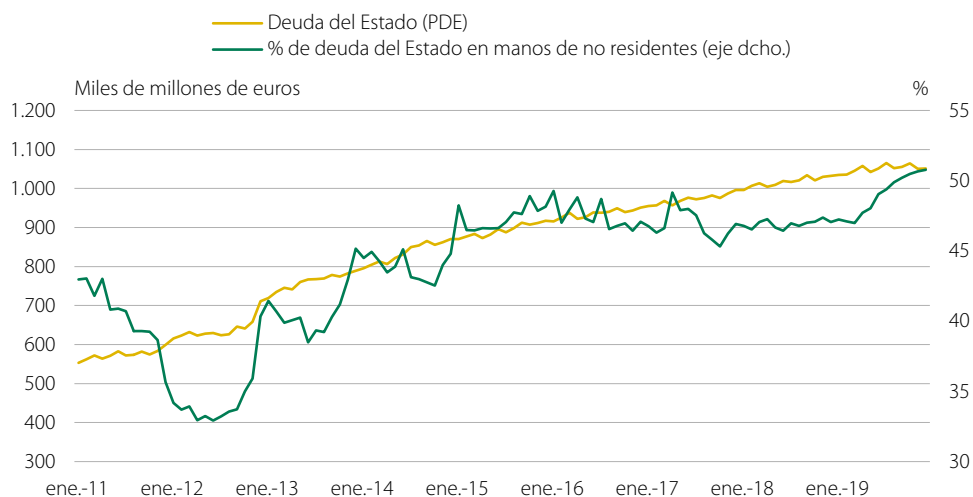
Prima de riesgo de los emisores españoles¹

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.

14 Esta rentabilidad alcanzó mínimos del -0,38 % en agosto y finalizó el año en -0,09 %.



Fuente: Banco de España.

Cabe señalar el aumento en las emisiones de deuda efectuadas en 2019 en 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. Este mercado siguió en expansión: el importe nominal emitido el año pasado se situó por encima de los 10.300 millones de euros, lo que supone un aumento del 63 % con respecto al registro de 2018. La mayor parte de este importe correspondió a emisiones de pagarés (93 %) realizadas por 58 entidades (18 más que en 2018), entre las que se encuentran compañías como El Corte Inglés, MásMóvil, 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, que marca mínimos desde 2009

De las expectativas de una primera subida de tipos oficiales en los compases iniciales del año pasado se pasó a no descartar nuevas rebajas, que finalmente tuvieron lugar a finales de 2019 (en la facilidad de depósito), lo que siguió condicionando de forma significativa el negocio del sector bancario e impidiendo mejoras relevantes en el margen de intereses. A la complejidad de este entorno se une la entrada de nuevos jugadores asociados a las nuevas tecnologías y otro tipo de incertidumbres de carácter legal, como la relacionada con la sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TJUE) sobre las hipotecas referenciadas al IRPH¹⁵. Entre los elementos positivos, cabe resaltar el hecho de que el dinamismo de la economía y la evolución favorable del mercado laboral siguieron permitiendo descensos de la tasa de morosidad, que se situó en el 4,8 % en diciembre (5,8 % a finales de 2019), con lo que alcanza niveles mínimos desde agosto de 2009. El sector se ha visto

15 Las dudas en torno a esta última disminuyeron tras conocerse en los primeros días de marzo el veredicto de la institución europea, que dejaba en manos de los jueces españoles la potestad de decidir en cada caso si las hipotecas ligadas al IRPH son abusivas.

favorecido también por la implementación de una nueva ronda de financiación a los bancos (TLTRO) por parte del BCE.

La cuenta de resultados de las entidades de crédito en relación con sus negocios en España mostró unos beneficios de 13.800 millones de euros en el conjunto de 2019 (12.356 millones de beneficios en el mismo periodo de 2018). 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 23.149 millones de euros en 2019, prácticamente la misma cifra del año anterior (23.277 millones en 2018). Los gastos de explotación aumentaron ligeramente, hasta los 26.327 millones de euros en 2019 (25.990 millones en 2018), por lo que el aumento del rendimiento de los instrumentos financieros y el incremento de otros resultados del ejercicio marcó la mejora del beneficio agregado del sector (que se situó en máximos desde 2009).

La financiación total al sector no financiero residente (empresas y hogares) experimentó un avance del 0,7 % en 2019, inferior al de los ejercicios previos (0,8 % en 2018 y 0,5 % en 2017). Este avance se produjo por el aumento de la financiación a los hogares (0,2 %) y especialmente por la de las empresas, que creció un 1 %. En el caso de los hogares, el aumento se explica por el crecimiento del crédito destinado a consumo y otros fines (3,9 %), que compensó el efecto del retroceso del crédito destinado a la adquisición de vivienda (-1,1 %). En las sociedades no financieras, la financiación obtenida a través de valores representativos de deuda (13,9 %) contrarrestó la caída de los préstamos de las entidades de crédito residentes (-0,7 %) y de los préstamos exteriores (-3,6 %).

El tamaño del sector bancario, en términos de volumen agregado de activos por su actividad en España, aumentó en 2019 hasta 2,61 billones de euros (2,57 billones en 2018), con lo que rompió por segunda vez la tendencia descendente iniciada en 2012 (también ocurrió en 2017). Las fuentes de financiación más importantes tuvieron una evolución dispar: descendió la financiación que procede del Eurosistema¹⁶, al igual que la partida que recoge el patrimonio, los ajustes y las correcciones de valor. Dentro de esta última cabe destacar que el patrimonio neto experimentó un leve aumento, que fue compensado por el descenso de la partida que recoge las provisiones constituidas para la cobertura de pérdidas por deterioro, tanto de los créditos como del resto de activos (pasó de 101.300 millones en 2018 a 93.470 millones en 2019). Entre las partidas de pasivo que mostraron incrementos más relevantes estuvieron los depósitos del sector OSR¹⁷ y la financiación vía deuda.

Los beneficios agregados de las sociedades cotizadas no financieras cayeron en 2019 con respecto al año anterior, aunque esta tendencia no fue generalizada entre compañías

El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras se situó en 19.335 millones de euros en 2019, un 20 % menos que en 2018. Esta evolución no

16 La financiación procedente del Eurosistema (descontando el importe de los programas de compra de deuda) se situaba a finales de 2019 ligeramente por debajo de los 130.000 millones de euros (143.000 millones en 2018).

17 Otros sectores residentes que no son entidades crediticias ni AA.PP., por lo que en su mayor parte está compuesto por las sociedades no financieras y por los hogares.

fue homogénea entre sectores ni entre compañías, ya que si se descuenta la evolución desfavorable de una sola sociedad que obtuvo unas pérdidas muy elevadas¹⁸ (de un total de 93), el beneficio agregado total habría crecido un 6,6 %. Por sectores, los mayores avances se produjeron en las empresas de la construcción y las actividades inmobiliarias, cuyos beneficios crecieron un 61,6 % en el ejercicio, impulsados, sobre todo, por la evolución favorable de las entidades que registraron resultados negativos en 2018¹⁹, y en las empresas industriales, en las que el beneficio consolidado creció un 2,3 %. En cambio, las caídas más significativas estuvieron concentradas en el sector de la energía y en el del comercio y los servicios, con una disminución del resultado del 43,1 % y el 35,5 %, respectivamente. En ambos sectores, la evolución específica de algunas grandes compañías fue determinante en el agregado sectorial^{20, 21}.

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	
	2018	2019	2018	2019	2018	2019
Energía	9.589	8.037	7.754	5.731	5.787	3.290
Industria	8.088	8.967	7.646	8.135	6.075	6.217
Comercio y servicios	16.036	13.041	14.138	9.673	10.158	6.549
Construcción e inmobiliario	5.627	5.197	4.244	3.953	2.029	3.279
Total agregado	39.340	35.242	33.781	27.492	24.049	19.335

Fuente: CNMV.

El nivel de las deudas de las sociedades no financieras cotizadas se incrementó un 8,1 % en 2019, hasta situarse cerca de los 249.000 millones de euros. Aunque las deudas a corto plazo representan una parte minoritaria (un 19 % del nivel total de deuda), experimentaron un crecimiento mayor que el de las deudas a largo plazo (16,6 % frente a 6,3 %). Por sectores se observa que todos presentaron incrementos de la deuda, destacando los registrados en las empresas del sector del comercio y los servicios (9,0 %, hasta los 87.965 millones), las del sector de la energía (8,5 %, hasta los 89.168 millones) y las empresas de la construcción y los servicios (7,4 %, hasta los 49.735 millones). Las empresas industriales registraron un aumento de la deuda más leve que las anteriores (4,4 %, hasta los 22.613 millones), si bien estas compañías muestran, junto con las compañías dedicadas al comercio y los servicios, las tasas más elevadas de apalancamiento medidas a través del cociente entre las

18 Repsol (empresa dentro del sector de la energía) experimentó unas pérdidas de 3.789 millones de euros en 2019 como consecuencia de los ajustes realizados para, según indican, sentar las bases de la nueva orientación estratégica de la compañía, que se ha marcado como objetivo ser cero emisiones netas en el año 2050.

19 Entre estas empresas destacan Ferrovial, que ha pasado de pérdidas en 2018 a beneficios en 2019 y OHL, que ha reducido sensiblemente sus pérdidas.

20 Dentro del sector de la energía, si se descuenta la evolución de Repsol, los resultados agregados se habrían doblado entre 2018 y 2019, impulsados por la mejora en los beneficios de Naturgy.

21 En el sector del comercio y los servicios el descenso de los resultados agregados respondió en gran parte a la evolución desfavorable de IAG y Telefónica. Descartando la evolución de estas compañías, la disminución de los beneficios de este sector sería menor (-4,2 %).

deudas y el patrimonio neto (1,23 y 1,41 respectivamente). Estas cifras son superiores a las de la ratio de apalancamiento agregada, que pasó de 0,94 en 2018 a 0,99 en 2019. Finalmente, la ratio de cobertura de la deuda, calculada como el cociente entre las deudas y el resultado de explotación, experimentó un deterioro entre 2018 y 2019 al pasar de 5,8 a 7,1.

El Ibex 35 se revalorizó un 11,8 % en 2019, por debajo de otros índices de referencia, afectado por varias fuentes de incertidumbre domésticas

En los mercados de renta variable nacionales, el Ibex 35 finalizó el ejercicio con una subida destacable (del 11,8 %), en línea con el comportamiento de la mayoría de las referencias europeas (véase epígrafe 1.1), pero mucho menor que las registradas en otras plazas. La menor revalorización del índice español se explica por las diferencias en la composición de los índices y también, probablemente, por algunas incertidumbres domésticas de carácter político, como el retraso en la formación del nuevo Gobierno o la prolongación del conflicto en Cataluña. Por sectores, el mejor comportamiento correspondió al sector de los bienes de consumo discrecional y al sector de la salud. Los retrocesos se concentraron en las empresas químicas y en el sector bancario que, aunque favorecido por la puesta en marcha de la tercera ronda de financiación del BCE, siguió acusando las consecuencias del mantenimiento de tipos en niveles muy reducidos y otra serie de incertidumbres comentadas anteriormente.

Al igual que el Ibex 35, las empresas de pequeña y mediana capitalización presentaron ganancias en el conjunto de 2019, con subidas sobre todo en el inicio y en el tramo final del año. Las empresas medianas mostraron un comportamiento más discreto, al verse más afectadas por la incertidumbre en torno al comercio y a la actividad económica en Europa, donde se concentra gran parte de su actividad económica y exportadora. Por otro lado, los índices de valores latinoamericanos que cotizan en euros también presentaron incrementos notables en 2019 (los índices FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top obtuvieron ganancias del 16,3 % y el 15,3 %, respectivamente), en sintonía con el buen comportamiento de la mayoría de los mercados de valores de Latinoamérica.

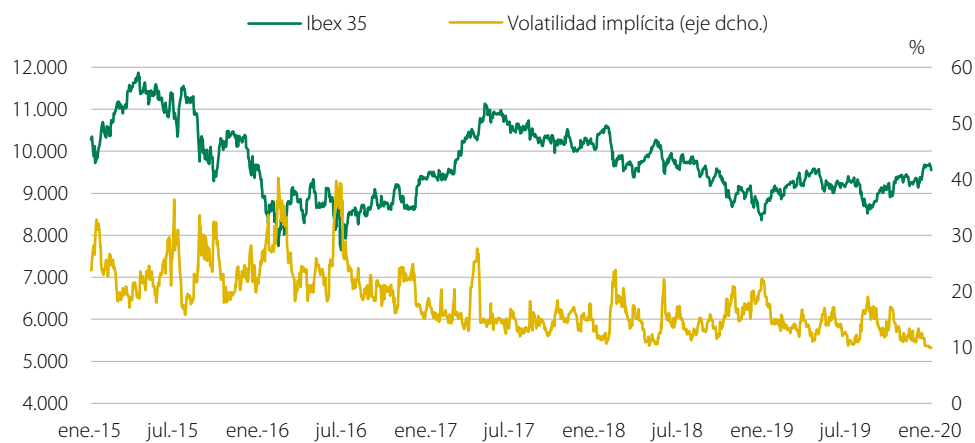
La capitalización de las bolsas volvió a crecer en 2019 tras el descenso de 2018, que puso fin a 6 años de aumentos consecutivos. A finales de 2019 esta se situaba en un importe ligeramente inferior a los 667.000 millones de euros, un 12,5 % más que en el ejercicio anterior. El crecimiento se debió fundamentalmente a las subidas de las cotizaciones y, en menor medida, a la contribución de la captación de fondos a través de las ampliaciones de capital, que se incrementó un 11,5 %, hasta los 8.240,6 millones de euros (7.389 millones en 2018).

Como en otras bolsas de referencia internacionales, la volatilidad del Ibex 35 permaneció en valores reducidos a lo largo de todo el año; aun así, disminuyó en su tramo final y cerró el ejercicio en mínimos históricos (niveles cercanos al 10 %). Aunque a lo largo de 2019 se observaron repuntes transitorios de la volatilidad como consecuencia del agravamiento de las tensiones comerciales entre EE. UU. y China y de otras incertidumbres, este indicador se mantuvo en niveles reducidos durante la mayor parte del año, situándose en promedio en el 13,7 %, un valor inferior al registrado en los 2 últimos ejercicios y muy por debajo de los registros de 2016 (23,7 %). La negociación de valores españoles superó los 805.000 millones de euros en 2019 (un 13,4 % menos que en 2018), de los que algo más de 460.000 millones

correspondieron al mercado regulado español (un 20,6 % menos) y 345.000 millones a los SMN y mercados regulados competidores (un 1,5 % menos). En consecuencia, estos últimos alcanzaron su cuota máxima de negociación sujeta a reglas de mercado (42,6 %, frente al 37,4 % en 2018 y el 32,1 % en 2017²²).

Evolución del Ibex 35 y de su volatilidad implícita

GRÁFICO 1.2.5



Fuente: Thomson Datastream.

El Ibex 35, que se había revalorizado hasta los 9.500 puntos a finales de 2019, experimentó varios periodos de inestabilidad en los primeros meses de 2020, como consecuencia de la incertidumbre originada en torno al coronavirus. Estos periodos, que fueron similares a los acontecidos en otras bolsas internacionales, dieron lugar a las primeras pérdidas en enero (cerca de un 2 %) y, tras una cierta recuperación en las semanas posteriores (el Ibex 35 llegó hasta los 10.000 puntos a mediados de febrero), se registraron nuevas caídas aún más intensas conforme se conocía la propagación de la epidemia por Europa y, particularmente, por España. Así a mediados de marzo se inició un intenso periodo de turbulencias marcado por las fuertes caídas de las cotizaciones y unos niveles máximos de volatilidad no alcanzados desde la crisis financiera global de 2008 (superiores al 80 %). De hecho, el 12 de marzo el Ibex 35 experimentó la mayor caída diaria de su historia, que fue del 14,1 %. El balance acumulado del índice²³ en el presente ejercicio arroja unas pérdidas del 28,4 % que, junto a las del índice italiano Mib 30, son las más significativas de los índices europeos. Este contexto determinó que la CNMV, así como posteriormente otras autoridades de valores europeas, adoptaran medidas para limitar la operativa en corto sobre las acciones²⁴.

22 Con información de negociación sujeta a reglas de mercado (*lit y dark*).

23 Con información hasta el 15 de abril.

24 <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={031a482c-b537-469d-8c45-b131829d3647}>

<http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={ec400229-cbc3-4ac7-a4b4-e7d18c5cdec2}>

<http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={c74b6335-d151-4fe1-993f-b29c0bb67382}>

Rentabilidad de los índices y sectores del mercado bursátil español

CUADRO 1.2.3

Los mercados de valores
y sus agentes
Entorno económico
y financiero

%

	2015	2016	2017	2018	2019
Índices					
Ibex 35	-7,2	-2,0	7,4	-15,0	11,8
Madrid	-7,4	-2,2	7,6	-15,0	10,2
Ibex Medium Cap	13,7	-6,6	4,0	-13,7	8,4
Ibex Small Cap	6,4	8,9	31,4	-7,5	11,9
FTSE Latibex All-Share	-39,2	71,0	9,0	10,3	16,3
FTSE Latibex Top	-34,6	67,8	7,3	14,8	15,3
Sectores¹					
Energía	-21,0	32,7	-11,9	-1,5	16,8
Químicas	56,7	198,2	55,4	8,8	-17,8
Materiales básicos	-8,5	24,0	26,1	-10,0	-4,8
Construcción y materiales de construcción	6,3	-4,3	15,8	0,2	29,1
Bienes industriales y servicios	9,1	8,4	29,8	-12,8	13,4
Salud	23,9	-7,8	12,9	-3,6	35,5
Utilities	7,9	-0,7	3,1	12,0	18,3
Bancos	-22,7	-1,1	11,9	-28,1	-4,9
Seguros	-5,1	15,5	0,1	-12,8	-0,5
Inmobiliaria	12,6	-5,0	15,6	-8,3	13,9
Servicios financieros	-2,7	-1,3	7,3	-7,5	22,0
Tecnología	9,5	34,3	47,3	-5,6	17,9
Telecomunicaciones	-8,6	-11,7	-4,1	-7,9	1,9
Consumo discrecional	28,2	2,7	-9,3	-25,1	33,2
Consumo básico	15,6	5,2	9,6	-10,4	-3,3

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

1.2.3 Perspectivas y riesgos

Según las previsiones del FMI publicadas en abril de 2020, que ya incorporan la repercusión que el contagio del coronavirus está teniendo en la economía mundial, el PIB de la economía española, que avanzó un 2 % el año pasado, caería un 8,0 % este ejercicio, para crecer posteriormente un 4,3 % en 2021 una vez superada la crisis sanitaria. La revisión a la baja del crecimiento de la economía española (9,6 p.p.) se encuentra entre las más elevadas, por haber sido uno de los países más afectados por el virus (al menos, hasta la fecha de elaboración del informe del FMI), si bien cabe señalar que el impacto negativo sobre el crecimiento de las economías europeas ha sido igualmente significativo, cercano a los 8 p.p. de media. Con estas cifras, el diferencial de crecimiento con la zona euro pasaría a ser negativo, situándose en -0,5 p.p. en 2020 y -0,4 p.p. en 2021.

Los riesgos más relevantes que se observan para el panorama económico nacional una vez superada la crisis sanitaria, algunos de los cuales son comunes a los de otras economías europeas, tienen que ver con: i) las dificultades para que la actividad se reanude a una tasa similar a la que existía antes de esta crisis (2 %). Para ello, serán muy importantes las medidas de reactivación de sectores estratégicos como la industria automotriz y el turismo; ii) el reto que supone compaginar una política fiscal a

medida para minimizar los efectos de la crisis en tres niveles: sanitario, económico y social, con la necesidad de preservar la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio y largo plazo. En este sentido el reciente acuerdo con Bruselas otorga una flexibilidad mayor a la hora de gestionar el déficit y la deuda pública a corto plazo; iii) la elevada tasa de desempleo originada por la pandemia, ya que el FMI pronostica una tasa de paro del 20,8 % en 2020 y del 17,5 % en 2021, con el riesgo de que una parte relevante de este desempleo acabe siendo de larga duración; iv) la repercusión negativa para el negocio de las empresas exportadoras españolas expuestas a los mercados internacionales, agravado por el colapso de los precios de algunas materias primas; v) la variación en los patrones de consumo y los posibles cambios en el comportamiento de la población (por ejemplo, en forma de renuncias al uso de transporte público o compras en grandes establecimientos de consumo), y vi) la prolongación de algunas fuentes de incertidumbre política de carácter nacional.

El primer año de trabajo de la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI)

RECUADRO 1

En marzo de 2020 se ha cumplido el primer año de andadura de la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI), que se creó al amparo del Real Decreto 102/2019¹ siguiendo las recomendaciones de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS²) y del Fondo Monetario Internacional (FMI³) en relación con la necesidad de que España contara con un comité de riesgo sistémico con competencias macroprudenciales en el que colaboraran todos los supervisores financieros nacionales, así como el Ministerio de Economía.

La AMCESFI, que celebró su primera reunión en abril de 2019, busca mejorar la coordinación de la supervisión macroprudencial a nivel nacional y ayudar a prevenir o mitigar los riesgos sistémicos, lo cual debería redundar en una contribución más sostenible del sistema financiero al crecimiento económico. La Autoridad se compone de un Consejo, un Comité Técnico de Estabilidad Financiera como órgano de apoyo y los subcomités que el Consejo acuerde constituir. Estos órganos están formados por representantes del Ministerio de Economía y Transformación Digital, el Banco de España y la CNMV, con posibilidad de invitar a otras autoridades públicas, como el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) o la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal. La ministra de Asuntos Económicos y Transformación Digital preside el Consejo, del que es vicepresidente el gobernador del Banco de España. Además de ellos, el Consejo está formado por 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.

La AMCESFI, en cumplimiento de su objetivo de seguimiento y análisis de aquellos factores que puedan afectar al riesgo sistémico, tiene la capacidad

de emitir opiniones, alertas y recomendaciones. Puede incluso realizar recomendaciones directas a los supervisores para que adopten medidas específicas. 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.

El Consejo y el Comité Técnico de la AMCESFI han celebrado reuniones regulares a lo largo de 2019 y lo que va de 2020, intensificando la frecuencia de sus sesiones a partir de marzo de 2020 durante la crisis relacionada con el COVID-19. Los asuntos más relevantes con los que la CNMV ha contribuido a los trabajos de la AMCESFI han estado relacionados con el seguimiento de la liquidez de la cartera y los reembolsos de los fondos de inversión y su apalancamiento, así como la realización de test de estrés a estas instituciones y, en general, los riesgos relacionados con la intermediación financiera no bancaria (IFNB). También se han tratado temas relativos a los mercados financieros, como la evolución de su fragmentación, su nivel de estrés o el análisis de las posiciones cortas sobre los valores españoles. Recientemente también se han realizado contribuciones sobre finanzas sostenibles y sobre los riesgos para la estabilidad financiera derivados de la excesiva dependencia que las entidades financieras y sus autoridades de regulación y supervisión pueden tener de las calificaciones crediticias otorgadas por las agencias de calificación. En el contexto de la crisis del COVID-19 se han actualizado todos estos trabajos realizando un seguimiento detallado de los indicadores de riesgo más relevantes.

Además, 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.

A raíz de la creación de la AMCESFI, la CNMV constituyó en julio de 2019 el Comité de Estabilidad Financiera (CEF) en el seno de la institución, liderado por el presidente y la vicepresidenta de la CNMV, el director general de Entidades, el director general de Política Estratégica y Asuntos Internacionales, el director general de Mercados, el director del Departamento de Estudios y Estadísticas, la subdirectora de Coyuntura y Estabilidad Financiera y la subdirectora de la Unidad de Resolución y tareas específicas de estabilidad financiera. Este Comité, que se reúne con carácter previo a la celebración de las reuniones del Consejo y del Comité Técnico de la AMCESFI, tiene como objetivos: i) identificar, analizar, priorizar y realizar un seguimiento de los factores que puedan originar un riesgo sistémico en los mercados de valores, ii) proponer la adopción de las medidas oportunas en la gestión de los riesgos que puedan afectar a la estabilidad financiera, entre ellas la utilización de las herramientas macroprudenciales que la CNMV tiene asignadas y iii) servir de apoyo a los representantes de la CNMV en la AMCESFI.

CNMV

Informe anual sobre
los mercados de valores
y su actuación.
2019

- 1 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.
- 2 *Recommendation of the European Systemic Risk Board of 22 December 2011 on the macro-prudential mandate of national authorities* (ESRB/2011/3). Disponible en: https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/ESRB_2011_3.en.pdf?da108dbb14efccdf98f4544534e2ef4e
- 3 *Spain Financial System Stability Assessment*. IMF Country Report No. 17/321. Esta evaluación es parte de la vigilancia bilateral conforme al artículo IV del Convenio Constitutivo del FMI.

2.1 Mercados de renta variable

La evolución de las cotizaciones de las acciones durante 2019 fue desigual en el ejercicio, siguiendo una trayectoria en la que los ascensos se concentraron en el primer y último trimestres del año, lo que permitió que el Ibex 35 cerrara con ganancias cercanas al 12 %. Los avances se extendieron a la mayor parte de los sectores, con la excepción del sector financiero, penalizado sobre todo por el entorno de tipos de interés reducidos. En este contexto de alzas, la capitalización creció moderadamente puesto que el volumen de las ampliaciones de capital presentó valores discretos. Además, a pesar del buen comportamiento de la economía, las incertidumbres existentes provocaron que las empresas cancelaran o retrasaran sus planes de salida a cotización en los mercados.

La actividad de negociación sobre los valores españoles volvió a caer de nuevo hasta aproximarse a los 800.000 millones, su valor más bajo de los últimos años, continuando la redistribución de la contratación entre los mercados nacionales y otros centros de negociación competidores. Así, aunque la contratación disminuyó tanto en unos como en otros, la caída fue más significativa en los mercados nacionales, de modo que la cuota de mercado de otros mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación (SMN) y centros de negociación competidores siguió aumentando, hasta situarse en torno al 40 % a finales de 2019 considerando la negociación total (*lit* más *dark*¹).

2.1.1 Panorama general

Los mercados de renta variable españoles comenzaron 2019 con alzas significativas que permitieron recuperar parcialmente las pérdidas de 2018 conforme se relajaba la tensión comercial entre EE. UU. y China. Posteriormente, el recrudecimiento de la tensión comercial y la intensificación de otras incertidumbres² de tipo económico y político en Europa provocaron que las cotizaciones apenas presentaran cambios en el segundo trimestre. Así, el Ibex 35 avanzó un 8,2 % en el primer trimestre, mientras que retrocedía un 0,4 % durante el segundo.

El segundo semestre comenzó con alzas gracias al paquete de nuevas medidas de estímulos monetarios anunciadas por el Banco Central Europeo (BCE³), así como a

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 Entre ellas, la desaceleración de la actividad económica de la zona del euro y las dudas sobre el resultado final del *brex*it.

3 El BCE rebajó los tipos de la facilidad marginal de depósito 10 puntos básicos (p.b.), hasta el -0,50 %, a la vez que anunció que retomaría a partir de noviembre las compras netas de deuda por un importe de 20.000 millones de euros mensuales, además de extender el plazo de las operaciones de financiación a

las sucesivas rebajas de tipos de la Reserva Federal, que se fueron ampliando y consolidando a lo largo del último trimestre del año. El efecto positivo de estas medidas, junto con la resolución de gran parte de los elementos de incertidumbre que habían estado vigentes durante gran parte del ejercicio permitieron que el Ibex 35 avanzara un 0,5 % y un 3,3 % en los dos últimos trimestres, hasta acumular una ganancia anual del 11,8 %, presentando no obstante un comportamiento inferior al de otros índice de referencia europeos⁴.

Como ya había ocurrido en los dos últimos ejercicios, la volatilidad implícita del Ibex 35 se mantuvo en niveles reducidos durante todo el año, observándose únicamente repuntes transitorios de su valor asociados al agravamiento de las tensiones comerciales entre EE. UU. y China. Su evolución fue similar a la observada en otras bolsas europeas y en los mercados estadounidenses, que también presentaron valores en rangos reducidos durante la mayor parte del ejercicio. La volatilidad implícita cerró el año en valores cercanos al 10 % —en mínimos históricos—, muy lejos de los registros superiores al 20 % de 2018, gracias a la relajación de gran parte de las incertidumbres de carácter internacional que afectaban a los mercados y a las medidas de política monetaria acomodaticia de los bancos centrales. Su promedio anual fue del 13,7 %, un valor inferior al alcanzado en los últimos ejercicios⁵ y similar al de la mayoría de los índices europeos, a excepción del italiano, que, como ya sucedió en 2018, volvió a registrar una volatilidad algo superior⁶.

La capitalización de las bolsas españolas avanzó hasta alcanzar los 666.943 millones de euros, el segundo valor más alto desde el comienzo de la crisis financiera de 2007, aunque inferior a los 701.000 millones alcanzados en 2017, gracias al avance de las cotizaciones así como al importe de las ampliaciones de capital, que, a pesar de su reducido importe, compensaron el valor de las compañías excluidas.

Los volúmenes negociados en las bolsas fueron reduciéndose paulatinamente en los dos semestres del año, en los que la negociación en los mercados regulados españoles mostró una tendencia irregular, si bien continuó el proceso de deslocalización de la contratación en beneficio de otros mercados regulados, SMN y centros de contratación competidores. En el conjunto del ejercicio, la negociación de renta variable en los mercados secundarios oficiales retrocedió un 20,6 %, hasta situarse en poco más de 460.000 millones de euros, su nivel más bajo de los últimos años y menos de la mitad de lo contratado hace apenas 5 años⁷. Los bolsas nacionales, en su condición de principales mercados regulados oficiales, siguen reteniendo la mayor parte de la contratación de los valores españoles admitidos a cotización en ellos, pero continuaron perdiendo peso relativo en favor de otros centros de negociación competidores, que al cierre del año concentraban en torno al 40 % de la negociación total (5 puntos

la banca (el tercer TLTRO) de 2 a 3 años. Por su parte, la Reserva Federal rebajó 25 p.b. sus tipos de interés en la segunda mitad de septiembre y de nuevo 25 p.b. más en octubre, hasta situarlos en un rango entre el 1,5-1,75 %.

4 En 2019, los índices europeos Eurostoxx 50, Dax 30, Cac 40 y Mib 30 avanzaron un 25,8 %, un 25,5 %, un 26,4 % y un 28,3 %, respectivamente, mientras que los estadounidenses Dow Jones, S&P 500 y Nasdaq lo hicieron un 22,3 %, un 28,9 % y un 35,2 %, respectivamente. Por otra parte, los japoneses Nikkei 225 y Topix acumularon un rendimiento anual del 18,2 % y el 15,2 %, respectivamente.

5 La volatilidad implícita media del Ibex 35 alcanzó el 15,1 % y el 15,5 % en 2017 y 2018, respectivamente.

6 La volatilidad implícita media de los índices europeos Eurostoxx 50, Dax 30, Cac 40 y Mib 30 fue del 12,5 %, el 14 %, el 12,6 % y el 17,1 %, respectivamente, mientras que en los índices estadounidenses Dow Jones, S&P 500 y Nasdaq fue del 15,9 %, el 12,9 % y el 16,8 %, respectivamente.

7 La contratación en 2015 alcanzó los 925.978 millones de euros.

porcentuales (p.p.) más que en 2019⁸). Así, aunque con retraso respecto a otros mercados europeos que ya habían anticipado este fenómeno, se consolidó la fragmentación del mercado español, que en la actualidad se sitúa en un nivel similar al de los principales mercados de Europa.

Como es habitual, los inversores no residentes siguieron desempeñando un papel muy relevante en el mercado de renta variable español, tanto en términos de contratación como de propiedad, que volvió a alcanzar un nuevo récord histórico al cierre de 2018. De acuerdo con el *Informe anual sobre la propiedad de las acciones cotizadas* de 2019 de Bolsas y Mercados Españoles (BME), su participación en la propiedad de las acciones se situaba en el 48,1 % al finalizar 2018⁹, su récord histórico (43,1 % y 46 % en 2016 y 2017, respectivamente), lo que demuestra su papel fundamental para mantener la contratación y la liquidez del mercado. Por su parte, los hogares siguen perdiendo peso en la propiedad de las acciones, representando en 2018 el 17,2 % (23,4 % y 19,7 % en 2016 y 2017, respectivamente), su valor más bajo de los últimos 25 años. Así, el valor de las acciones en manos de los hogares alcanzaba los 115.253 millones en septiembre de 2019, un 1,7 % menos que al cierre de 2018¹⁰.

El cuadro 2.1.1 permite comparar el tamaño de los principales mercados internacionales de renta variable por medio del uso de las ratios de contratación y capitalización respecto al producto interior bruto (PIB) de sus respectivas economías. En el ejercicio 2019 ambas ratios tuvieron un comportamiento divergente. Por un lado, la ratio de capitalización respecto al PIB, que había disminuido en 2018 en todos los mercados como consecuencia de las caídas de las cotizaciones de las principales bolsas, volvió a crecer en todos los mercados¹¹ debido al importante avance de las cotizaciones en las principales bolsas internacionales en un contexto de ralentización del PIB a nivel global. En España, el crecimiento de esta ratio fue más moderado, como reflejo del comportamiento más discreto del mercado español, que presentó la menor revalorización de entre los grandes mercados de nuestro entorno. Por otro lado, con la excepción de China, donde volvió a crecer, la ratio de la contratación respecto al PIB cayó de modo destacado en los principales mercados, si bien las causas que explican este descenso son heterogéneas. En todos ellos, el mantenimiento de la volatilidad en niveles reducidos —que en muchos mercados se situó en zona de mínimos históricos— condicionó la negociación al desincentivar la negociación algorítmica y la de alta frecuencia¹², pero tanto en el caso de los mercados regulados de EE. UU. como de Europa también se vio condicionada por los efectos de la competencia de otros mercados regulados, SMN y centros de negociación competidores. Asimismo, en el caso del mercado español la caída de esta ratio volvió a ser más acusada que en otros mercados europeos, al continuar la pérdida de cuota de mercado del mercado regulado en beneficio de sus competidores.

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

9 Último dato disponible al cierre de esta edición.

10 Según las *Cuentas Financieras* del Banco de España.

11 Aunque en la mayoría de los mercados todavía no se han recuperado los valores de esta ratio del ejercicio 2017.

12 Denominada *High Frequency Trading* (HFT).

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

CUADRO 2.1.1

	Capitalización ¹		Contratación	
	2018	2019	2018	2019
EE. UU. ²	148,5	169,6	176,2	141,5
Canadá	118,5	136,8	84,4	80,3
China ³	75,4	91,1	114,5	144,3
Japón	106,6	122,4	126,9	100,5
Bolsa de Londres ⁴	107,8	114,5	68,9	53,6
Euronext ⁵	86,4	98,8	49,4	39,8
Alemania	45,3	51,9	45,4	38,5
Italia ⁴	30,9	39,8	35,7	33,8
España	49,3	53,6	49,0	37,7

Fuente: World Federation of Exchanges; London Stock Exchange Group; 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 Borsa 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, Portugal e Irlanda.

2.1.2 Sociedades cotizadas y capitalización

Las bolsas españolas concluyeron 2019 con 141 sociedades admitidas a cotización, 7 menos que a finales de 2018. Esta cifra total hace referencia a los mercados oficiales de renta variable. No incluye a las sociedades cotizadas en Latibex o en el MAB, que son SMN, cuyo número ascendía a 19 y 2.709¹³, respectivamente, a finales de 2019. Las compañías incorporadas al mercado continuo fueron únicamente tres procedentes de un cambio de mercado, puesto que no se registraron admisiones de nuevas compañías al mercado. Las nuevas sociedades que se incorporaron fueron una compañía de energías renovables (Grenergy Renovables), que cotizaba en el MAB, un *holding* inmobiliario (Cevasa), que lo hacía en el mercado continuo, y una compañía industrial (Grupo Desa), que formaba parte del segundo mercado. Por otro lado, se registraron 10 exclusiones, 7 del mercado continuo, 2 del de corros y 1 del segundo mercado¹⁴. Entre las sociedades excluidas del mercado continuo, dos lo hicieron tras la liquidación de las correspondientes ofertas públicas de adquisición (Natra y Papeles y Cartones de Europa), otras tres con carácter técnico como consecuencia de una fusión por absorción tras las correspondientes ofertas públicas de adquisición para tomar su control (Parques Reunidos, Telepizza e Hispania Activos Inmobiliarios, SOCIMI), otra por acuerdo del Consejo de la CNMV (Adveo Group International, que se encontraba en liquidación tras un procedimiento concursal), y una más por solicitud de la propia entidad emisora (Bayer, cuyo mercado principal de cotización es la Bolsa de Frankfurt). Asimismo, Bodegas Bilbaínas fue excluida del mercado de corros de la Bolsa de Bilbao tras la liquidación de la correspondiente oferta pública de adquisición.

13 De esta cifra 2.574 eran SICAV.

14 Para un mayor detalle en las bajas de sociedades cotizadas, véase anexo I.3.

Número de sociedades cotizadas en las bolsas españolas¹

CUADRO 2.1.2

Los mercados de valores
y sus agentes
Mercados y emisores

	Total bolsas	Mercado continuo			Corros	Segundo mercado
		Total	Nacional	Extranjeras		
Admitidas a 31/12/18	148	133	125	8	11	4
Admitidas a 31/12/19	141	129	122	7	9	3
Altas en 2019	3	3	3	0	0	0
Nuevas admisiones	0	0	0	0	0	0
Altas por fusión	0	0	0	0	0	0
Cambio de mercado	3	3	3	0	0	0
Bajas en 2019	10	7	6	1	2	1
Exclusiones	5	4	3	1	1	0
Exclusiones por fusión	3	3	3	0	0	0
Cambio de mercado	2	0	0	0	1	1
Variación neta en 2019	-7	-4	-3	-1	-2	-1

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

La capitalización de las bolsas españolas creció un 12,5 % en 2019 hasta alcanzar un valor superior a 666.900 millones de euros, el segundo más alto desde el comienzo de la crisis financiera del año 2007¹⁵, pero todavía por debajo de los 701.000 millones registrados en 2017. Este avance tuvo su origen tanto en la revalorización de las cotizaciones de las compañías¹⁶ como en el importe de los recursos captados mediante ampliaciones de capital, que compensó la caída de valor de las compañías excluidas de las bolsas.

Capitalización¹ de la renta variable en las bolsas españolas

CUADRO 2.1.3

Importes en millones de euros

	2016	2017	2018	2019	% var. 19/18
Total bolsas	630.995,3	701.029,6	592.662,6	666.943,15	12,53
Mercado continuo	629.589,7	699.691,2	591.166,2	665.757,82	12,62
Nacionales	628.080,6	697.909,0	590.057,8	664.393,35	12,60
Extranjeras ²	1.509,1	1.782,3	1.108,4	1.364,48	23,10
Corros ³	1.291,6	1.288,5	1.459,1	1.154,20	-20,89
Madrid	289,9	165,9	219,4	0,00	-
Barcelona	1.136,6	1.134,3	1.318,4	69,78	-68,19
Bilbao	54,0	54,0	56,5	1.036,46	-21,38
Valencia	349,2	211,3	257,0	32,89	-41,75
Segundo mercado	114,1	49,9	37,4	80,41	-68,71

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.

15 La capitalización a finales de 2007 alcanzó 764.751 millones de euros.

16 Los índices más representativos de los mercados españoles, el Ibex 35 y el IGMB, se revalorizaron en 2019 un 11,8 % y un 10,2 %, respectivamente.

La evolución de las cotizaciones de los sectores representados en la bolsa española fue favorable en la gran mayoría de los casos, si bien los avances no fueron homogéneos ni por sectores ni tampoco por valores. Los mayores avances en términos porcentuales correspondieron, en primer lugar, a las compañías de los sectores del textil y de las papeleras, seguidas de las empresas químicas y farmacéuticas, así como las pertenecientes a los sectores de la construcción y la energía. Por lo que respecta al valor de capitalización, las subidas se concentraron en los sectores del textil, la energía, las comunicaciones y la construcción. Por otro lado, los retrocesos en términos de capitalización fueron casi en su totalidad para los bancos, que acumulan dos años de caídas consecutivos, mientras que las compañías petrolíferas, aseguradoras y de alimentación apenas presentaron leves descensos en su valoración (véanse cuadro 2.1.4 y anexos I.5 y I.7). El gran peso de las compañías del sector financiero en el índice influye de forma decisiva en la evolución de este. Debe notarse, no obstante, que la mayor caída relativa en la cotización de dichas compañías hace que su peso en el índice disminuya, con lo que ganan peso otras empresas (tecnológicas y de comunicaciones, por ejemplo) cuya evolución ha sido más favorable.

Las alzas, que fueron notablemente mayores que los retrocesos, se concentraron en mayor medida en el sector textil, que se aprovechó de la buena evolución de la principal compañía de este sector, beneficiada por su crecimiento y la capacidad de adaptación al nuevo entorno competitivo de los mercados que tienen un carácter cada vez más tecnológico; también favoreció a las compañías del sector energético (eléctricas), que se benefician del crecimiento de las energías renovables. Asimismo, aumentó la capitalización de los sectores de la construcción, mientras que las inmobiliarias y las SOCIMI apenas presentaron cambios en su valor.

La concentración en el mercado en términos de capitalización siguió siendo elevada, manteniéndose sin cambios respecto al ejercicio anterior. Al igual que en 2018, un total de siete valores concentraron en torno a la mitad de la capitalización del mercado, si bien solo tres valores representaban casi un tercio del total. Asimismo, también volvió a repetirse el número de valores necesarios para alcanzar el 75 % de esta, concretamente 17 valores del Ibex 35. Por otro lado, el peso de los 5 valores incluidos en el índice europeo Eurostoxx 50 en la capitalización española se mantiene sin cambios en el 42 %, el valor más bajo de los últimos años (frente al 44 %, 47 % y 55 % que representaba en 2017, 2016 y 2015, respectivamente), lo que vuelve a reflejar el peso creciente y la expansión de las empresas de tamaño medio frente a las grandes compañías tradicionales y de los mayores bancos.

Número de sociedades cotizadas y capitalización por sectores¹

CUADRO 2.1.4

Los mercados de valores
y sus agentes
Mercados y emisores

Importes en millones de euros

Sector	2018	2019	2018	2019	% var. 19/18
Petróleo	1	1	21.505,7	21.276,63	-1,1
Energía	9	10	105.712,9	123.936,27	17,2
Minería y metálicas básicas	8	8	5.891,8	6.178,20	4,9
Cementos y mat. construcción	3	3	3.060,5	3.576,99	16,9
Químicas y farmacéuticas	8	7	18.774,1	25.335,94	35,0
Textil y papeleras	10	8	73.879,3	100.103,11	35,5
Metalmecánica	15	15	11.213,2	11.665,07	4,0
Alimentación	14	11	8.708,8	8.265,81	-5,1
Construcción	8	8	33.827,2	42.682,75	26,2
Inmobiliarias y SOCIMI	19	18	17.197,6	17.581,58	2,2
Transportes y comunicaciones	7	7	83.934,6	94.023,66	12,0
Otros no financieros	29	28	57.173,8	65.502,09	14,6
Total sector no financiero	131	124	440.879,5	520.128,10	18,0
Bancos	10	10	137.697,9	132.373,19	-3,9
Seguros	2	2	11.056,6	11.005,75	-0,5
Sociedades de cartera	5	5	3.028,7	3.436,11	13,5
Total sector financiero	17	17	151.783,2	146.815,05	-3,3
Total	148	141	592.662,6	666.943,15	12,5

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 efectuadas durante el ejercicio 2019 fueron 52, 28 menos que en el anterior, correspondientes a un total de 33 sociedades cotizadas en las bolsas españolas, 12 menos que en 2018 (véanse los anexos I.1 y I.2 para un mayor detalle). A su vez, el descenso del número de operaciones de este tipo implicó un ligero descenso de su importe total, que cayó hasta situarse en 9.806 millones de euros, un 13,4 % menos que el ejercicio anterior y el importe más bajo de los últimos años, si bien el valor de las ampliaciones de capital con captación efectiva de recursos fue superior al de este último.

El 84 % del importe de las ampliaciones registradas correspondió a operaciones con captación de recursos, frente al 65 % del año anterior, mientras que el 16 % restante correspondió a ampliaciones liberadas. El importe de las ampliaciones de capital con captación de recursos creció ligeramente hasta superar los 8.200 millones de euros, un 11,5 % más (850 millones de euros más que en 2018). Estas ampliaciones correspondieron sobre todo a compañías no financieras que, en la mayoría de los casos, destinaron los recursos a nuevos proyectos. Así, como ya se observó en el ejercicio 2018, las necesidades de capital del sector financiero y de las grandes compañías industriales siguieron reduciéndose, debido a que tanto los bancos como la mayor parte de las compañías con problemas financieros ya han concluido sus procesos de recapitalización y reestructuración.

Entre las ampliaciones de capital con captación de recursos, destacaron por su cuantía las operaciones tradicionales con derecho de suscripción preferente, que

crecieron hasta superar los 4.700 millones de euros (frente a los 888 millones de 2018); entre ellas destacan dos operaciones de Cellnex Telecom por un importe total superior a 3.680 millones de euros. Además, a pesar del retroceso en su importe respecto a años anteriores, también destacaron por su volumen las de contrapartida no monetaria, en particular una operación del Banco de Santander por importe superior a 1.600 millones de euros mediante el canje de títulos para la adquisición de su filial Santander México. El importe del resto de las operaciones con captación efectiva de recursos fue reducido, aunque sobresale una colocación acelerada de Enagás por importe de 500 millones de euros.

Con relación a las ampliaciones de capital liberadas, todas ellas (14 operaciones) correspondieron a operaciones de dividendo elección (*scrip dividend*), que, aunque apenas disminuyeron en número respecto a las del año anterior —una menos—, experimentaron un descenso de su importe hasta situarse en menos de la mitad (véase cuadro 2.1.5). Este retroceso confirma el cambio en la política de dividendos de las compañías en beneficio de la remuneración en efectivo, que es una práctica en auge y que cuenta con el favor de gran parte de los accionistas. A este respecto, cabe señalar que los principales directivos de muchas compañías se han mostrado partidarios bien de eliminar este formato o bien de reducir la cuantía remunerada en forma de acciones. Aun así, ante un escenario de menores perspectivas de crecimiento, es posible que las compañías hayan optado por mantener el formato de pago en acciones, aunque reduciendo su cuantía, por si en el futuro necesitasen reactivarlo con el objetivo de retener en el balance más recursos financieros.

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta¹

CUADRO 2.1.5

Importes en millones de euros

	2016	2017	2018	2019	% var. 19/18
Ampliaciones de capital con captación de recursos	13.846,7	25.786,2	7.389,8	8.240,6	11,5
Con derecho de suscripción preferente	6.513,3	7.831,4	888,4	4.729,8	432,4
Sin derecho de suscripción preferente (OPS ²)	807,6	956,2	200,1	10,0	-95,0
De las cuales ampliación	14,1	68,8	0,0	10,0	-
Colocaciones aceleradas	0,0	821,8	1.999,1	500,0	-100,0
Ampliación contrapartida no monetaria ³	1.791,7	8.469,3	2.999,7	2.034,2	-32,2
Ampliaciones de capital por conversión	2.343,9	1.648,8	388,7	354,9	-8,7
Otras	2.390,2	6.060,2	913,8	611,8	21,7
Ampliaciones de capital liberadas	5.898,3	3.807,3	3.939,7	1.565,4	-60,3
De las cuales dividendo elección	5.898,3	3.807,3	3.915,2	1.564,1	-60,1
Total ampliaciones de capital	19.745,1	29.593,6	11.329,5	9.806,0	-13,4
Ofertas públicas de venta (OPV)	500,6	2.944,5	733,7	0,0	-100,0
De las cuales ampliación	0,0	147,8	0,0	0,0	-

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.

Como ya sucedió en 2018, a pesar de la evolución positiva de la economía y de que varias empresas a lo largo del año estuvieron preparando su debut en el mercado, no hubo ninguna oferta pública de venta de acciones (OPV) debido a que las incertidumbres existentes acabaron cancelando o retrasando estos planes. Entre ellas, destacó la cancelación en el último trimestre del ejercicio de la operación de la compañía Balboa Ventures, cuyo folleto llegó a ser registrado en la CNMV.

Escasez de salidas a bolsa

RECUADRO 2

2019 fue un año de gran escasez en lo que respecta a salidas a bolsa. Un fenómeno preocupante porque un mercado de valores de renta variable con masa crítica, que anime a los inversores a invertir en las empresas y que permita que estas capturen capital es importante para que el sistema financiero cumpla de modo eficaz su función. Favorece que las empresas se financien en mayor medida a través del mercado y sean menos dependientes de la financiación bancaria, así como un modelo de financiación de la economía más resistente desde el punto de vista de la estabilidad financiera. En EE. UU., país en el que la economía recuperó más rápida y fácilmente el tono tras la crisis financiera, la financiación directa en el mercado, captando capital o emitiendo instrumentos de deuda, representa aproximadamente la mitad de la financiación de las empresas; en Europa mucho menos y nuestro país no está entre los que destacan en este aspecto. Más compañías cotizadas significa también más empresas con mayor transparencia y más empresas al alcance, directamente o a través de fondos, de cualquier inversor.

Además, en estos tiempos de creciente importancia de la inversión pasiva y en general de la inversión institucional —de grandes gestores de fondos, incluidos fondos de pensiones, y fondos soberanos—, los países más *bursatili- zados*, con más empresas cotizadas, en las que estas pesan más, reciben de modo natural mayores flujos de inversión.

La escasez de salidas a bolsa en 2018 y 2019, común en Europa y todavía más marcada en España, se ha debido a razones diversas. Entre ellas los bajos tipos de interés, que hacen fácil acudir a otras vías de financiación, y un ambiente algo pesimista, de fin de ciclo y de incertidumbre, agravado por factores como las disputas comerciales o el *brexít*. Los meses finales de 2018 fueron muy negativos para la renta variable y buena parte de 2019 estuvo dominada por un sentimiento de precariedad, aunque el año resultara en conjunto bueno para la inversión en acciones. A todo ello se ha añadido un factor de índole estructural: el desarrollo que está teniendo, también en España, el capital riesgo y en general el *private equity* o capital privado, que tiene elementos positivos pero que compite con la opción de salir al mercado, ya como alternativa, ya retrasándola, tanto en lo que se refiere a proceso como a precio. Los procesos de salida a bolsa son complejos, relativamente visibles y toman su tiempo (como mínimo seis u ocho meses), con la consiguiente incertidumbre sobre cuál será la actitud de los potenciales inversores cuando se lance la operación. La entrada en el capital o la venta a un fondo de capital riesgo —y los hay muy grandes, capaces de tomar el control o participaciones relevantes en compañías de gran tamaño— pueden plantearse, en general, de un modo discreto y rápido. Además, el capital riesgo ha venido pagando especialmente bien, entre otras cosas porque valora más fácilmente expectativas de mejora en la gestión, que los propios fondos de capital riesgo promueven.

En todo caso, la cotización en bolsa —en el primer mercado o en mercados alternativos como el MAB— sigue siendo atractiva e interesante por muchas razones y continuará siendo una opción preferente en muchos casos. Estar en bolsa amplía las posibilidades de financiación, impulsa la profesionalidad y rigor en la gestión, es un acicate para crecer —punto importante en un país

con un gran número de empresas demasiado pequeñas—, da prestigio, refuerza la marca, ayuda a atraer y retener talento... y, siendo compatible con el mantenimiento del control, es una solución natural, tras las primeras generaciones, para empresas familiares de éxito que alcanzan cierta dimensión.

En estos momentos se está manteniendo un amplio debate en Europa sobre el necesario avance, tras el *brex*it, del proyecto para la Unión de los Mercados de Capitales y hay acuerdo en que, como parte de él, es necesario fomentar las salidas a bolsa. Hay muchas cosas que pueden hacerse: aligerar algo más, sin menoscabo del necesario rigor, ciertos requisitos y algunas obligaciones derivadas de la cotización; apoyar fórmulas de entrada en el mercado más simples que la que hasta ahora ha sido la fórmula estándar, como los *listings* directos con difusión subsiguiente; no aplicar en ningún caso solo a las sociedades cotizadas deberes de información o de otro tipo que pueda tener sentido exigir a todas las empresas; ampliar el menú de opciones a disposición de las empresas interesadas, con figuras como las acciones de lealtad; extender en ciertos aspectos el régimen societario propio de las sociedades del primer mercado a las pequeñas y medianas empresas que se decidan a cotizar; corregir el sesgo que hay en la normativa fiscal a favor de la deuda frente a la financiación con capital, etc. Debe fomentarse que más empresas entren en el mercado bursátil.

2.1.4 Negociación

Negociación al contado

Tras dos ejercicios de cierta recuperación en los volúmenes, la contratación de valores españoles admitidos a negociación en las bolsas españolas volvió a retroceder en 2019 hasta alcanzar los 806.217 millones, un 13,4 % menos que en 2018 y su valor más bajo desde el ejercicio 2013. La negociación de dichos valores en los propios mercados españoles de origen ha mostrado una tendencia descendente desde hace varios años, que se vio ralentizada transitoriamente en 2017, pero que se ha vuelto a intensificar en los últimos dos ejercicios, hasta situarse en poco más de 460.000 millones de euros. Esta cifra es la más baja desde la implantación de la Directiva MiFID I en 2007, consolidada posteriormente con la implantación en 2018 de la Directiva MiFID II y del Reglamento MiFIR, que han favorecido la llegada de nuevos competidores al permitir nuevos centros de contratación.

Los cambios regulatorios, que potencian la competencia, ya que permiten negociar los valores en diferentes centros de contratación distintos a los mercados regulados de origen, han dado lugar a un proceso de multipolarización en los principales mercados europeos, donde parte de la negociación de los valores se traslada a estos centros competidores¹⁷. La multipolarización se inició en otros países europeos de forma

17 El 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 a un número cada vez mayor 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.

más temprana que en España, que su unió a esta tendencia con posterioridad, pero a día de hoy las cuotas de mercado de los mercados competidores en la negociación de valores españoles se sitúan en niveles similares o incluso superiores a los de otros mercados europeos.

En este contexto, tal y como se comentó anteriormente, la contratación de valores españoles en las bolsas españolas cayó un 20,6 % en 2019 hasta situarse en 460.267 millones de euros, mientras que la contratación de estos en otros centros competidores apenas se redujo. En consecuencia la negociación en los mercados españoles pasó a representar algo más del 57 % del total, frente al 62 % en 2018 y al 68 % en 2017¹⁸. A su vez, el importe negociado en los centros de negociación competidores de BME no ha parado de crecer desde 2009¹⁹ hasta alcanzar los 345.559 millones de euros en 2019 (véase cuadro 2.1.6), que es el primer ejercicio en el que cae ligeramente, concretamente un 1,5 %. Esta leve disminución no ha impedido un aumento de la cuota de estos mercados, que casi se ha triplicado en los últimos 5 años. La consolidación de los volúmenes de negociación en los centros competidores se ha producido a pesar del entorno de reducida volatilidad, que desincentiva algunas modalidades de negociación como la algorítmica y la de alta frecuencia, que tradicionalmente se ejecutan en mayor medida en ellos. Asimismo, hay que señalar que el operador del mercado español, BME, fue objeto de una oferta pública de adquisición de acciones de carácter voluntario²⁰ por parte del operador del mercado suizo SIX Group, que fue autorizada por la CNMV tras ser autorizada previamente la compra por el Gobierno mediante acuerdo del Consejo de Ministros, y que se encuentra pendiente de resolución.

En cuanto a la distribución de la negociación entre los centros competidores, siguió destacando por su elevado volumen el mercado regulado Cboe Global Markets (Cboe) —que opera mediante dos libros de órdenes diferentes, Chi-X y BATS—, si bien ha perdido peso relativo en beneficio de otros centros de contratación. A pesar de ello, su contratación agregada superó los 256.000 millones de euros, lo que representa el 74 % de la cuota de mercado de los centros de negociación alternativos y el 32 %²¹ del total negociado sobre los valores españoles de renta variable admitidos a negociación en los mercados oficiales españoles. Asimismo, Cboe afianza su posición como el principal competidor de BME, representando su contratación casi el 56 % del volumen negociado por este, frente al 48 % y 30 % de 2018 y 2017, respectivamente. Por otro lado, Cboe continúa cambiando la composición de la contratación entre sus dos libros de órdenes en beneficio de BATS, que ya supone más de dos tercios del total. Entre el resto de los competidores, el más destacado, Turquoise, continuó perdiendo peso (hasta el 9 %), mientras que el resto, que habían mantenido una trayectoria algo errática en ejercicios anteriores, volvieron a crecer de modo destacado y prácticamente doblaron tanto el volumen contratado como su cuota de mercado (17 %), siendo los únicos centros que experimentaron un avance en el año.

18 Este porcentaje era del 85 %, 80 % y 72 % en 2014, 2015 y 2016, respectivamente.

19 La contratación de valores españoles fuera del mercado regulado apenas representó el 0,2 % en este ejercicio.

20 El 18 de noviembre SIX Group presentó una oferta pública de adquisición de acciones de BME a un precio de 34 euros por acción, que tras los correspondientes ajustes por dividendos se ha situado en 32,98 euros en efectivo. El plazo de aceptación de la opa se ha ampliado hasta el 5 de junio.

21 En 2018 la contratación representaba casi el 80 % de la cuota de mercado de los centros de negociación alternativos y el 30 % del total negociado.

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

Importes en millones de euros

	2015	2016	2017	2018	2019	% var. 19/18
Total	1.162.979,7	878.329,9	933.416,3	931.019,3	806.217,3	-13,40
Admitida en SIBE	1.161.222,9	877.408,4	932.763,1	930.607,1	805.826,6	-13,41
BME	925.978,7	634.914,5	633.385,7	579.810,4	460.267,4	-20,62
Chi-X	150.139,9	117.419,4	117.899,2	106.869,7	80.678,9	-24,51
Turquoise	35.680,5	51.051,8	44.720,1	42.883,4	30.550,6	-28,76
BATS	35.857,6	44.839,8	75.411,6	171.491,3	176.093,6	2,68
Otros ²	13.566,2	29.182,9	61.346,5	29.552,2	58.236,1	97,06
Corros	246,1	7,9	8,1	8,2	6,2	-23,95
Segundo Mercado	13,8	3,2	0,7	0,8	0,1	-82,14
ETF³	1.496,8	910,4	644,5	403,2	384,3	-4,69

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.

Asimismo, aunque uno de 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 reconducir la negociación *over the counter* (OTC) hacia entornos regulados, se ha observado, de modo más o menos generalizado en Europa tras la entrada en vigor de dicha normativa, apenas un ligero descenso de la negociación OTC reportada, hasta situarse en torno a un tercio del total, que se habría compensado con creces con un aumento de la negociación realizada a través de los internacionalizadores sistemáticos. Este último formato de negociación, que no está sujeto a reglas de mercado, se consolidó en 2019 y, según las estimaciones preliminares, se situaría por encima del 15 % del total negociado en el ejercicio. Por tanto, parece observarse que se mantienen las reticencias por parte de los operadores del mercado a reconducir sus negociaciones hacia entornos regulados sujetos a mayor transparencia.

Contratación en los mercados oficiales operados por BME

La contratación de renta variable en los mercados operados por BME sigue concentrada en el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE) —conocido como mercado continuo— (véase cuadro 2.1.7), manteniéndose en el mercado deorros y en el segundo mercado en valores testimoniales. Asimismo, la contratación agregada de los dos SMN —MAB y Latibex— apenas alcanzó el 1 % de lo negociado en el SIBE. El importe negociado en el SIBE retrocedió un 20,6 % hasta situarse en algo más de 465.000 millones²², mientras que el número de operaciones disminuyó un 15,9 % hasta algo más de 37 millones, su valor más bajo desde 2009. Así, el número

22 En esta cifra se incluye la contratación de fondos de inversión cotizados (ETF, por sus siglas en inglés), que ascendió a 1.719 millones.

de operaciones acumula 5 años consecutivos de descensos debido, además del incremento de la competencia de otros centros de negociación ya mencionado, a la caída de la volatilidad del mercado, que desincentiva la contratación y el número de operaciones de alta frecuencia. Debido a estas circunstancias, el efectivo medio por operación disminuyó hasta 12.629 euros, casi un 5 % menos que en 2018, situándose en niveles de 2017. El impacto de la llegada de nuevos centros de negociación competidores ha provocado que el importe efectivo medio por operación haya disminuido en la mayor parte de los años de la última década, con una caída desde los 28.386 euros alcanzados en 2009 a menos de la mitad en 2019.

Contratación de renta variable en los mercados operados por BME

CUADRO 2.1.7

Importes en millones de euros

	2016	2017	2018	2019	% var. 19/18
Total	652.226,2	649.883,3	590.852,6	469.621,2	-20,5
Mercados oficiales	647.003,2	644.766,7	586.364,1	465.470,4	-20,6
SIBE	646.992,6	644.757,8	586.355,1	465.464,0	-20,6
del que ETF	6.045,2	4.464,1	3.027,6	1.718,8	-43,2
Corros	7,5	8,1	8,2	6,2	-23,9
Madrid	3,2	1,8	0,8	0,8	9,9
Bilbao	0,0	0,1	0,0	2,1	5.148,5
Barcelona	4,2	6,3	7,4	3,2	-56,2
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,1	409,2
Segundo mercado	3,2	0,7	0,8	0,1	-82,1
MAB	5.066,2	4.985,8	4.336,9	4.014,4	-7,4
Latibex	156,7	130,8	151,6	136,4	-10,0

Fuente: CNMV.

Asimismo, el número de órdenes disminuyó un 9 % respecto al ejercicio 2018, hasta situarse en 373 millones, su valor más bajo desde 2014²³.

Por otra parte la ratio órdenes/operaciones aumentó ligeramente hasta 10 (9,3 y 8,3 en 2018 y 2017, respectivamente), lo que podría atribuirse al mencionado descenso de la negociación algorítmica y de alta frecuencia, puesto que muchas órdenes no llegan a ejecutarse o se cancelan como consecuencia del escenario de baja volatilidad de los mercados. La negociación algorítmica se caracteriza por el elevado número de órdenes transmitidas al mercado —habitualmente de reducido tamaño, lo que afecta al tamaño medio de las operaciones—, pero requiere de entornos de cierta volatilidad en las cotizaciones de los mercados para tener éxito.

Atendiendo a las modalidades de contratación en el mercado continuo, el cuadro 2.1.8 refleja la caída de la contratación de todas las modalidades *en sesión*, aunque los mayores retrocesos (superiores al 20 %) se concentraron en los importes contratados mediante bloques (34 % del total) y aplicaciones (8,6 %). A pesar de que la operativa de órdenes representó más del 57 % del total contratado, el volumen contratado bajo esta modalidad disminuyó cerca de 42.000 millones de euros, mientras que los bloques lo hicieron en más de 50.000 millones, lo cual pone de manifiesto

23 En 2015, 2016, 2017 y 2018 alcanzaron 645, 611, 422 y 409 millones de órdenes, respectivamente.

que es en esta última modalidad donde BME pierde gran parte de la contratación en beneficio de otros centros de contratación competidores. Por otro lado, el volumen atribuido a otras modalidades de contratación retrocedió un 65 % debido al menor importe negociado en relación con la liquidación de las opas que tuvieron lugar a largo del ejercicio, cuyo valor fue inferior al de las liquidadas en 2018.

Contratación en BME según modalidades en el mercado continuo¹

CUADRO 2.1.8

Importes en millones de euros

	2015	2016	2017	2018	2019	% var. 19/18
En sesión	903.397,2	618.600,9	619.108,6	552.716,8	450.575,7	-18,5
Órdenes	475.210,0	350.783,5	335.917,3	300.107,8	258.242,2	-14,0
Aplicaciones	96.187,7	68.631,6	51.316,0	48.644,1	38.888,0	-20,1
Bloques	331.999,5	199.185,8	231.875,3	203.965,0	153.445,5	-24,8
Fuera de hora	3.137,9	2.196,1	2.373,8	1.667,3	3.098,1	85,8
Otras modalidades	31.861,5	20.150,4	18.811,3	28.833,5	10.071,5	-65,1

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

La contratación bursátil continuó concentrada en un número reducido de valores. En 2019 fueron necesarios 5 y 13 valores para acumular el 50 % y 75 %, respectivamente, del importe contratado en el SIBE (6 y 14 valores en 2018). Así, la contratación permanece concentrada en las grandes compañías y tan solo 24 valores representaban más del 90 % de la negociación del mercado. Los valores más contratados volvieron a ser los mismos que en los tres últimos ejercicios —Banco Santander, Inditex, Telefónica, BBVA e Iberdrola—, todos ellos componentes tanto del índice español Ibx 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 disminuyó significativamente durante 2019 hasta situarse al cierre del año en el 0,64 % de la capitalización total de los valores del mercado continuo, por debajo del 0,84 % de 2018. A finales del ejercicio, solo un valor presentaba una posición corta superior al 5 % (frente a 5 que alcanzaban dicho umbral a finales de 2018) y había posiciones cortas netas sobre 14 valores superiores al 2 % de su capitalización individual (12 valores a final de 2018). Entre las mayores posiciones cortas por valores individuales se situaban varias compañías de los sectores industrial, tecnológico y energético.

Posiciones cortas

CUADRO 2.1.9

Los mercados de valores
y sus agentes
Mercados y emisores

	% posiciones cortas s/ capitalización ¹	N.º sociedades con posiciones cortas > 2 % ²	N.º sociedades con posiciones cortas > 5 % ²
2015	0,86	20	7
2016	0,97	18	6
2017	0,70	16	5
2018	0,84	12	5
2019	0,64	14	1

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 normas contenidas en el Reglamento (UE) n.º 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de marzo de 2012, y sus reglamentos delegados, que obligan a comunicar las posiciones cortas en la medida en 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 quincenal agregada de posiciones cortas netas de al menos el 0,2 % por valor. Esta publicación constituía una excepción en la Unión Europea porque otros supervisores no hacían publicaciones similares y esta asimetría podía dar lugar a confusión entre la comunidad inversora, ya que las posiciones cortas netas por encima del 0,2 % solo las publicaba la autoridad competente respecto de emisores domiciliados en España. Por otra parte, el hecho de que la normativa europea vigente sobre posiciones cortas obligue a aplicar los mismos umbrales porcentuales para su reporte con independencia de la capitalización de la empresa hace que la información sobre las posiciones cortas de 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.

2.1.5 Ofertas públicas de adquisición de valores (opas)

En 2019 se autorizaron 7 ofertas públicas de adquisición de valores con un importe potencial de 1.571 millones de euros, muy inferior al registrado en los 2 ejercicios anteriores y el valor más bajo de los últimos años (véase cuadro 2.1.10). La relación de las opas autorizadas durante el pasado año puede consultarse en el anexo I.9.

Por volumen, las mayores operaciones fueron las ofertas voluntarias de Piolín BidCo, S. A. U. (grupo inversor EQT) y Tasty Bidco, S. L. U. (grupo inversor KKR) sobre Parques Reunidos Servicios Centrales, S. A. (Parques Reunidos) y Telepizza Group, S. A. (Telepizza), respectivamente, por un valor agregado de 962 millones de euros, que representó un 61,23 % del importe total.

De las cinco opas restantes, dos fueron de tipo voluntario: la de World Confectionery Group, S.à.r.l. (grupo inversor Investindustrial) sobre Natra, S. A. y la de L1R Invest1 Holdings S.à.r.l. (grupo Letterone) sobre Distribuidora Internacional de Alimentación, S. A. (DIA). Las otras tres fueron ofertas obligatorias: una operación originada de forma sobrevenida como consecuencia de la toma de control del grupo Codorníu (del que formaba parte Bodegas Bilbaínas, S. A.) por parte de Carlyle, otra oferta para obtener más del 50 % del capital de Barón de Ley, S. A. por parte de su accionista de control a través de Mazuelo Holding, S. L. y una opa sobre General de Alquiler de Maquinaria, S. A. (GAM), tras la toma de control previa llevada a cabo por un inversor a través de Gestora de Activos y Maquinaria Industrial, S. L.

En todas las opas la contraprestación consistió en el pago de una cantidad en efectivo. Salvo en la oferta de Barón de Ley, cuyo precio equitativo quedó acreditado únicamente por referencia al precio más elevado pagado por el oferente en el periodo de referencia de los 12 meses previos, en las otras 6 ofertas se aportaron informes de valoración justificativos del precio para, de esa forma: optar a la exclusión de negociación posterior sin una nueva opa, como fueron las opas sobre Bodegas Bilbaínas, Telepizza, Parques Reunidos y Natra; justificar una eventual modificación del precio equitativo motivada por serias dificultades financieras, como fue el caso de DIA, o intentar que el precio ofrecido fuese admitido, aun siendo inferior al rango de cotización determinante, como fue el caso de GAM.

Asimismo, como consecuencia del proceso de revisión por parte de la CNMV de las valoraciones aportadas, los respectivos oferentes tuvieron que revisar al alza los precios de las ofertas sobre Bodegas Bilbaínas, GAM y Natra.

El resultado obtenido en la oferta de Natra permitió la realización de la operación de venta forzosa, adquiriendo el oferente la totalidad de las acciones y obligaciones convertibles, lo que supuso la exclusión de negociación de ambos tipos de valores. Las operaciones sobre Bodegas Bilbaínas, Telepizza y Parques Reunidos también finalizaron con su exclusión de negociación sin una nueva opa, al cumplirse los requisitos para esta excepción (artículo 11, letra d), del Real Decreto 1066/2007).

Por otro lado, a fecha de cierre de este informe se encuentra en tramitación la oferta pública voluntaria de adquisición de acciones de Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S. A. (BME) que fue presentada por SIX Group AG el 18 de noviembre de 2019 y admitida a trámite el 29 de noviembre. La oferta fue autorizada por el Consejo de Ministros el 24 de marzo y posteriormente por el Consejo de la CNMV el día 25 del mismo mes.

Importes en millones de euros

	2015	2016	2017	2018	2019
Autorizadas¹					
Número	9	5	5	6	7
Importe potencial	5.049	1.682	18.183	23.842	1.571
Importe potencial más acuerdos previos de adquisición ²	7.360	1.743	19.902	25.298	1.589
Realizadas³					
Número	8	5	4	6	7
Importe	4.394	853	1.309	19.582	840
Importe más acuerdos previos de adquisición ²	6.705	914	1.502	21.038	858

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 presentaron una evolución positiva durante la mayor parte del año, que se saldó con una revalorización notable en el conjunto del ejercicio, en un contexto de relativa estabilidad de los tipos de cambio de sus divisas respecto al euro²⁴, así como de descensos de los precios del petróleo²⁵ y mayor volatilidad y caídas de precios de las materias primas²⁶. El crecimiento de las economías latinoamericanas continuó ralentizándose²⁷, agravándose las dificultades de la economía argentina, pero mejorando las perspectivas de crecimiento del área gracias al ajuste positivo de las expectativas sobre la economía brasileña, que compensará la debilidad de las economías de México y Chile²⁸. Así, las mejores perspectivas que se apuntaban para Brasil en 2020, cuyas compañías están ampliamente representadas en este mercado, permitió un avance significativo de las cotizaciones en la última parte del año, en un contexto de avances de los mercados a nivel internacional. En este contexto, los dos índices representativos de valores latinoamericanos incluidos en este SMN —FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top— presentaron revalorizaciones del 16,3 % y 15,3 % en 2019, respectivamente, frente a las ganancias del 10,3 % y 14,8 % que acumularon en 2018.

24 En 2019, el real brasileño se depreció un 1,5 %, mientras que el peso mexicano se apreció un 6 % respecto al euro. Por otro lado, el peso argentino se depreció casi un 36 %, en un contexto de crisis económica.

25 Los precios del petróleo disminuyeron desde un promedio de 71,67 dólares por barril en 2018 hasta 64,16 dólares en 2019.

26 El índice CRB de precios de materias primas industriales en euros disminuyó un 4,1 % en 2018 (-2 % en 2018).

27 El FMI espera que el crecimiento de Latinoamérica alcance el 0,1 % en 2019, pero ha mejorado sus perspectivas para 2020 hasta el 1,6 %.

28 El FMI espera que el crecimiento alcance en 2019 el 1,2 % y el 0 % en Brasil y México, pero mejora sus perspectivas para 2020 hasta el 2,2 % y el 1 %, respectivamente.

El valor de mercado de las acciones negociadas en Latibex²⁹ alcanzó los 199 millones de euros, lo que representa menos del 0,1 % de la capitalización de las empresas allí negociadas y una parte muy reducida del número total de acciones admitidas a negociación para las diferentes compañías en sus principales mercados de negociación en Latinoamérica. La mayoría del saldo registrado en Iberclear correspondió, como en ejercicios anteriores, a empresas brasileñas, cuyo peso se ha reducido por debajo del 70 % del total en beneficio de las compañías mexicanas, que han pasado a representar casi un tercio de este. El número total de empresas negociadas en este mercado se mantuvo sin cambios en 19.

Asimismo, al igual que sucedió con el valor de mercado de las compañías negociadas en Latibex, la contratación efectiva de estas retrocedió un 9,8 %, hasta alcanzar los 136,8 millones de euros, de los que casi el 70 % correspondió a empresas brasileñas y el 30 %, a compañías mexicanas. La contratación de valores de empresas peruanas volvió a alcanzar 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		
	2018	2019	2018	2019	% var. 19/18	2018	2019	% var. 19/18
Argentina	2	2	2,4	1,1	-54,4	0,0	0,0	-49,9
Brasil	10	10	155,4	134,7	-13,3	98,2	41,3	-57,9
México	6	6	64,8	63,2	-2,6	53,1	95,4	79,6
Perú	1	1	0,0	0,0	-100,0	0,3	0,1	-77,1
Total	19	19	222,7	199,0	-10,9	151,6	136,8	-9,8

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

Mercado Alternativo Bursátil (MAB)

Como en los últimos ejercicios, los distintos segmentos negociados en el sistema unilateral de negociación MAB volvieron a tener un crecimiento desigual, con un incremento del número de SOCIMI en detrimento de las SICAV, cuyo número siguió reduciéndose por cuarto ejercicio consecutivo. En el resto de los segmentos, como recoge el cuadro 2.1.12, el número de sociedades cotizadas presentó ligeros cambios. Todos los segmentos aumentaron su capitalización, aunque el cambio más destacado tanto en volumen como en porcentaje tuvo lugar en las SOCIMI, cuya capitalización superó ya los 13.000 millones de euros. Asimismo, la contratación en este SMN siguió concentrada en las SICAV, que representaron cerca del 90 % del total negociado.

Importes en millones de euros

	N.º de empresas		Capitalización ¹			Contratación		
	2018	2019	2018	2019	% var.	2018	2019	% var.
					19/18			19/18
Empresas en expansión	41	39	1.318,2	1.930,5	45,3	157,1	311,8	98,5
SICAV	2.722	2.574	27.720,1	29.033,2	4,7	3.973,9	3.509,9	-11,8
Sociedades de inversión libre	15	19	458,9	515,0	12,2	15,4	69,1	348,5
SOCIMI	64	77	10.513,4	13.227,7	25,8	69,9	133,6	91,2
Total	2.842	2.709	40.020,7	44.706,4	11,7	4.216,3	4.020,5	-4,6

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

Las SOCIMI continuaron siendo el segmento en expansión más importante del MAB, acumulando su quinto año de crecimiento consecutivo desde su incorporación a este mercado a finales de 2013, hasta sumar 77 sociedades, gracias a una legislación fiscal favorable y al interés de los inversores por el mercado inmobiliario. En 2019 se incorporaron al MAB un total de 17 SOCIMI y otras 4 fueron excluidas, aumentando la capitalización del segmento en más de 2.700 millones de euros, casi un 26 % más que en el ejercicio anterior. Las SOCIMI son la adaptación española a la figura de los vehículos de inversiones inmobiliarias (REIT) existentes en otros países³⁰ y se caracterizan por tener un régimen fiscal favorable que las exime de pagar el impuesto sobre sociedades y les permite gozar de una bonificación del 95 % en el impuesto de transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados. Como contrapartida, están obligadas a 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. Estas sociedades deben contar con un capital mínimo de 5 millones de euros y cotizar en un mercado regulado o sistema multilateral de negociación como el MAB. Su principal atractivo radica en permitir 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, a pesar de incorporarse 4 nuevas empresas al mercado —Proeduca Altus, Kompuestos, Ezertis y Holaluz—, el número total de sociedades cotizadas disminuyó hasta 39, debido a que otras 7 fueron excluidas —Zinkia Entertainment, Thinsmart, Cerbium, Ab-Biotics, Grenergy Renovables, Neuron Bio y Neol Biosolutions—. Grenergy Renovables pasó a cotizar en el mercado continuo, mientras que Iffe Futura se incorporó a este segmento procedente del de SOCIMI. El importe contratado en este segmento casi se duplicó hasta alcanzar los 312 millones de euros, mientras que su capitalización aumentó más de un 45 %, hasta situarse en 1.930 millones de euros, su nivel más alto desde el año 2016. Este avance se explica en gran medida por la revalorización de compañías muy pequeñas, notablemente superior a las de pequeña y mediana capitalización.

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

Por último, el número de SICAV continuó cayendo en 2019 al darse de baja 148 sociedades, con lo que su número se situaba en 2.574 al cierre del año, casi 700 sociedades menos que las existentes hace 4 años. A pesar de ello, su capitalización aumentó un 4,7 % hasta superar los 29.000 millones de euros, pues la revalorización de las existentes, que se produjo en línea con la evolución positiva de los mercados, compensó la pérdida de valor por las bajas.

Por otro lado, tanto BME como la asociación de inversores Big Ban Angels continuaron trabajando en la iniciativa conjunta Entorno Pre-Mercado (EpM³¹) para que las compañías con gran potencial de crecimiento puedan acceder a nuevos inversores y a las capacidades de inversión y financiación que representan los mercados de valores. El proyecto cuenta actualmente con 12 compañías en el segmento de las *start-ups* pertenecientes a sectores de actividad diferentes.

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

La actividad en el segmento de los ETF siguió disminuyendo en 2019, tanto en contratación como en patrimonio, hasta casi desaparecer, al alcanzar los niveles más bajos desde su introducción en 2006. A pesar de que en sus inicios este producto contó con una buena acogida por parte de los inversores (el número de fondos cotizados llegó a sumar 70 referencias en 2011), su contratación ha ido declinando progresivamente desde los máximos alcanzados en 2015 debido, entre otras razones, a un tratamiento fiscal asimétrico que los penaliza frente a los fondos de inversión tradicionales, así como a una cierta falta de interés por parte de las entidades financieras a la hora de comercializar estos productos. Así, 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 no se ha producido, al contrario de lo sucedido en una buena parte de los mercados europeos, en los que se trata de un producto bien arraigado.

Así, los ETF cotizados en los mercados nacionales han ido perdiendo gran parte del interés tanto de los inversores como de las gestoras de fondos presentes en la bolsa española, que han ido deslistando progresivamente sus emisiones menos líquidas en beneficio de los ETF cotizados en otros mercados europeos.

En 2019 el volumen contratado de ETF retrocedió por cuarto año consecutivo hasta alcanzar los 1.719 millones de euros, mientras que su patrimonio cayó hasta los 725 millones de euros, un 43 % y 38 %, respectivamente, menos que al cierre de 2018. El número de fondos negociados a finales del ejercicio era de cinco —uno menos que en 2018—, de los que un único fondo concentraba más de la mitad del patrimonio. De estos cinco fondos cotizados negociados, tres corresponden a una entidad francesa y dos a una española, cuyas referencias están vinculadas a la evolución de los índices bursátiles Ibex 35 y Eurostoxx 50, si bien los ligados al primero siguen representando en torno al 90 % del total negociado. Asimismo, a pesar de su escasa difusión (su patrimonio representa menos del 0,3 % del de los fondos de inversión tradicionales), hay que destacar su flexibilidad, puesto que a pesar del número escaso de referencias del producto, tres siguen estrategias pasivas, pero el resto son fondos inversos y apalancados sobre el índice español. En Europa la inversión en estos productos

rondaba los 700.000 millones de euros al cierre de ejercicio, un importe que podría doblarse en los próximos 5 años de acuerdo con algunas estimaciones.

2.2 Renta fija

En 2019, la actividad en los mercados primarios de renta fija española siguió desarrollándose en un entorno de tipos de interés muy bajos, favorecido por la extensión de la política monetaria ultraacomodaticia del BCE. Este entorno en el que los costes de financiación continuaron siendo muy atractivos para los emisores de deuda hizo que algunos de ellos optaran por incrementar sus emisiones en los mercados primarios, aunque en otros casos la disminución de sus necesidades de financiación por diferentes razones o la existencia de fuentes alternativas de obtención de recursos fueron factores más relevantes.

Así, el importe de emisiones brutas de deuda del conjunto de los emisores españoles fue algo superior a los 400.000 millones de euros en 2019, un 3,5 % menos que en 2018, una tendencia que contrasta con el aumento en la zona del euro (con un avance del 6,6 %). La disminución tuvo su origen en las instituciones financieras (-10,3 %) y en las Administraciones públicas (-8,3 %), mientras que las sociedades no financieras doblaron el importe de sus emisiones entre 2018 y 2019. En el caso de las instituciones financieras se observa tanto una reducción de las necesidades de financiación en un contexto de cierta atonía en el negocio crediticio como la prolongación de fuentes de financiación alternativas que resultan muy atractivas para estas entidades, en particular, la financiación que se obtiene del Eurosistema. En el caso de las Administraciones públicas (AA. PP.), el descenso se enmarca en un proceso de consolidación presupuestaria en el que se da prioridad al aumento del plazo medio de la deuda en circulación con el fin de aprovechar las buenas condiciones del mercado. Las emisiones de deuda de las compañías privadas no financieras experimentaron un fuerte aumento, tanto en términos brutos como en términos netos, que permitió un incremento próximo al 14 % del saldo vivo de deuda en circulación.

Si se atiende al volumen de emisiones de renta fija privada realizadas por los emisores españoles en 2019, incluyendo tanto las registradas en España (CNMV y Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)) como en el exterior, se observa un aumento del 1,8 % respecto a 2018, con un importe de 200.881 millones de euros. El volumen de amortizaciones de deuda disminuyó en 2019, por lo que el saldo vivo de deuda en circulación se incrementó un 3,8 % hasta situarse cerca de los 710.000 millones de euros. Además, prosiguió la tendencia observada en años anteriores, marcada por la reducción de las emisiones registradas en la CNMV y la expansión de las efectuadas en el exterior. Las primeras, con un volumen de 90.161 millones de euros en 2019, retrocedieron un 11 %, mientras que las segundas se incrementaron un 14,2 % y alcanzaron los 100.321 millones de euros, una cifra anual que por primera vez fue superior al importe registrado en la CNMV. Dentro de las emisiones registradas en España, cabe destacar el dinamismo de las efectuadas en el MARF, con un aumento del 63 % en 2019, hasta los 10.300 millones de euros.

Cabe señalar que la negociación de los activos de deuda en 2019 se enmarca en el contexto derivado de la entrada en vigor de MiFID II y MiFIR el 3 de enero de 2018, que introdujeron una mayor competencia al permitir la negociación de estos activos en los mercados regulados, los SMN, los SOC y los IS.

El volumen de negociación de deuda pública española a través de los centros de negociación española; AIAF (mercado regulado), SENAF (sistema multilateral de negociación) y los dos SOC autorizados en España hasta la fecha (CIMD OTF y CAPI OTF) aumentó considerablemente en 2019 respecto a 2018. Aun así, su volumen conjunto siguió representando una proporción reducida respecto al total.

Por lo que se refiere a la negociación de renta fija corporativa española, se constató un cierto descenso en la proporción de operaciones estrictamente OTC, que pasaron de representar el 52,2 % del total en 2018 al 41,5 % en 2019. Los SMN y los IS concentraron la mayor parte de las operaciones.

2.2.1 Panorama general

El panorama general de la evolución de los activos de renta fija estuvo marcado por las pautas sobre política monetaria que fue adoptando el BCE. Así, a pesar de que el año pasado comenzaba con la expectativa de que los tipos de interés aumentarían en algún momento del ejercicio, la intensificación de las incertidumbres junto con la fuerte ralentización de la actividad económica y unas tasas de inflación reducidas hicieron que finalmente la autoridad europea decidiera prolongar el carácter expansivo de la política monetaria. En primer lugar decidió, en el marco de su programa de compras de deuda, la reinversión de los importes que iban venciendo hasta octubre y a partir del 1 de noviembre el restablecimiento del programa de compras netas de activos, por un importe de 20.000 millones de euros mensuales. Adicionalmente, el BCE rebajó en 10 p.b. el tipo de interés de la facilidad marginal de depósito, hasta el -0,5 %, si bien mantuvo inalterado el tipo de interés oficial y el de la facilidad marginal de crédito en el 0 % y el 0,25 % respectivamente.

La prolongación del entorno de bajos tipos de interés, que volvieron a registrar nuevos mínimos históricos, favoreció el aumento de las emisiones de deuda en la zona del euro, que fue de un 6,6 % en términos brutos, lo que se tradujo en un incremento del saldo vivo total de deuda pública y privada del 3,6 %. En el caso de los emisores españoles, las emisiones brutas registraron un descenso del 3,5 %, que no evitó un aumento del saldo vivo de deuda (2,6 %), puesto que las amortizaciones de deuda disminuyeron de forma significativa. En los últimos años los emisores de deuda españoles han decidido aprovechar los bajos tipos de interés para financiarse a plazos más largos, lo que ha tendido a reducir los volúmenes de amortización anuales que se registran en estos años y ha dado lugar a aumentos de las emisiones netas y del saldo vivo de deuda (a pesar del menor volumen de emisiones brutas).

Por tipos de emisores, el sector público mantuvo tanto en España como en el conjunto de la zona del euro un tono más moderado, con un aumento del saldo vivo de deuda en circulación del 1,8 % y del 1,5 % respectivamente, mientras que los emisores privados, en especial las entidades no financieras, mostraron un comportamiento más expansivo en su recurso al endeudamiento en los mercados de capitales. Así, las sociedades no financieras españolas registraron un aumento del 13,9 % en su volumen de deuda en circulación en 2019, frente a un 6,5 % en el conjunto de la zona del euro.

Por su parte, las instituciones financieras españolas incrementaron su deuda viva de forma más moderada que las de la zona del euro: un 2 % frente al 5,4 % europeo, con lo que se mantiene la diferencia observada entre ambas en el ejercicio 2018. El escaso avance de la financiación otorgada a las sociedades no financieras y a los

hogares junto con un incremento de los depósitos explicarían las menores necesidades de financiación de las entidades financieras españolas en los mercados de capitales. Además, estas entidades continúan recurriendo en mayor medida a la financiación a largo plazo concedida por el BCE, con un importe de 132.611 millones de euros a finales de 2019, un 21 % de la financiación total a largo plazo concedida por el Eurosistema. Este porcentaje duplica la cuota del Banco de España en el capital del BCE (8,34 %), de lo que se deduce que las entidades españolas recurren en mayor proporción que otras europeas a este tipo de 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		
	2018	2019	% var. 19/18	2018	2019	% var. 19/18
Emisiones brutas²	416.664	401.998	-3,5	7.406.950	7.894.718,8	6,6
Administraciones públicas	219.420	201.117	-8,3	2.304.333	2.352.259,3	2,1
Instituciones financieras	176.356	158.254	-10,3	4.430.408	4.738.918,4	7,0
Sociedades no financieras	20.888	42.627	104,1	672.210	803.541,1	19,5
Emisiones netas²	31.690	43.676	37,8	317.754	520.850,7	63,9
Administraciones públicas	37.929	18.712	-50,7	111.071	123.322,0	11,0
Instituciones financieras	-11.943	11.176	-	164.286	323.923,1	97,2
Sociedades no financieras	5.704	13.788	141,7	42.397	73.605,6	73,6
Saldos vivos^{3,4}	1.710.434	1.755.288	2,6	16.960.608	17.575.159,6	3,6
Administraciones públicas	1.026.951	1.045.693	1,8	8.119.226	8.244.547,6	1,5
Instituciones financieras	580.755	592.616	2,0	7.522.648	7.926.146,4	5,4
Sociedades no financieras	102.728	116.979	13,9	1.318.735	1.404.465,5	6,5

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 AA. PP., 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.

Por último, las emisiones brutas de las filiales en el extranjero de entidades españolas aumentaron un 2,3 % en 2019, hasta los 92.280 millones de euros. Las emisiones se concentraron en las instituciones financieras, cuyo volumen se incrementó un 31,8 %, hasta los 57.387 millones de euros. Es posible que estas filiales estén proporcionando financiación al grupo de la entidad matriz española, lo que contribuiría a compensar la caída de las emisiones de las entidades financieras nacionales. Por el contrario, las filiales en el extranjero de entidades no financieras moderaron sus emisiones, al situarse en 34.893 millones, un 28,9 % menos que en 2018.

2.2.2 Deuda pública

La evolución de los tipos de interés de la deuda pública en 2019 vino marcada por la continuidad de la política monetaria acomodaticia del BCE. A pesar de que en diciembre de 2018 había finalizado su programa de compras de activos e inicialmente

esto pretendía ser el inicio del giro de la política monetaria, este cambio no llegó a materializarse finalmente y tras mantener el carácter acomodaticio durante buena parte de 2019, en noviembre se retomó la senda expansiva con la reanudación del programa de compras de activos, que se había suspendido en diciembre de 2018.

En este contexto, los tipos de interés de la deuda pública a corto plazo mantuvieron, por quinto año consecutivo, valores negativos para todo el tramo de la curva y cerraron 2019 en mínimos históricos para los plazos de 6 y 12 meses y cercanos al mínimo en el plazo de 3 meses. De este modo, el rendimiento de las Letras del Tesoro a 3, 6 y 12 meses en el mercado secundario se situó al cierre de diciembre (en promedio mensual) en el -0,58 %, el -0,47 % y el -0,48 %, respectivamente, en línea con el rendimiento mínimo anual del -0,50 % del tipo de la facilidad marginal de depósito.

Tipos de interés de la deuda pública¹

CUADRO 2.2.2

%				
	dic.-16	dic.-17	dic.-18	dic.-19
Letras del Tesoro				
3 meses	-0,47	-0,62	-0,50	-0,58
6 meses	-0,34	-0,45	-0,41	-0,47
12 meses	-0,25	-0,42	-0,33	-0,48
Deuda pública a medio y largo plazo				
3 años	0,04	-0,09	-0,04	-0,29
5 años	0,35	0,31	0,43	-0,06
10 años	1,44	1,46	1,43	0,45

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

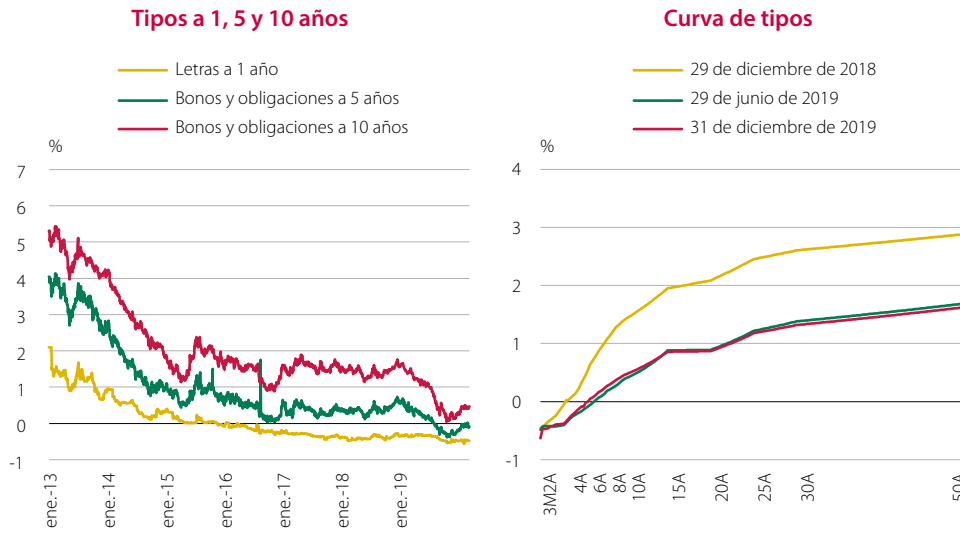
De igual manera, el rendimiento de la deuda pública a plazos más largos volvió a marcar mínimos históricos en diciembre de 2019, situándose en el -0,29 % (3 años), el -0,06 % (5 años) y el 0,45 % (10 años). Los tipos de interés de estas referencias cayeron al mayor ritmo de los últimos ejercicios: 24 p.b., 51 p.b. y 98 p.b., respectivamente, lo que provocó que el rendimiento de la deuda a 5 años se situara por primera vez en terreno negativo, mientras que el de la deuda a 10 años se acercó en momentos puntuales al umbral del 0 %.

Esta caída de los tipos de interés en todos los plazos se ilustra en el desplazamiento de la curva de los tipos de la deuda pública (gráfico 2.2.1), que se concentró, sobre todo, en la primera mitad del año. A finales de junio de 2019 esta curva mostraba una tendencia a la baja significativa respecto a la observada en diciembre de 2018, si bien en meses posteriores los tipos de interés de los distintos plazos experimentaron pocos cambios, tal y como se refleja en el solapamiento de las curvas de tipos de junio y de diciembre del año pasado.

Rentabilidades de la deuda pública española

GRÁFICO 2.2.1

Los mercados de valores
y sus agentes
Mercados y emisores

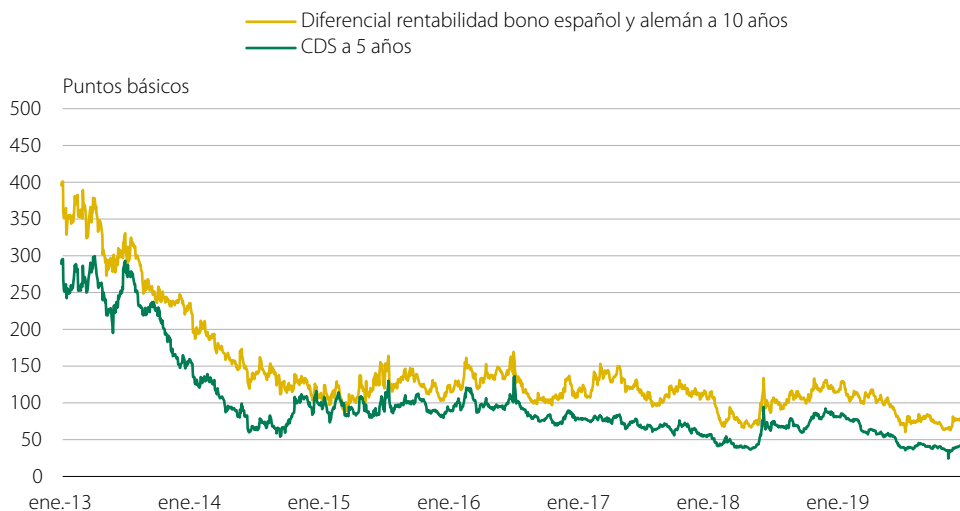


Fuente: Thomson Datastream y Bloomberg.

La prima de riesgo soberano —medida como la diferencia entre la rentabilidad del bono soberano español y el alemán a 10 años— disminuyó considerablemente a lo largo de la primera mitad del ejercicio, manteniéndose con pequeñas oscilaciones en la segunda mitad y cerrándolo en 66 p.b., frente a los 118 p.b. del cierre de 2018. Esta disminución fue consecuencia del conjunto de anuncios y estímulos adoptados por la autoridad monetaria europea, así como del mejor comportamiento relativo de la economía española frente al resto de las grandes economías europeas. Asimismo, la prima de riesgo estimada utilizando el CDS (*credit default swap*) a 5 años del bono soberano español —cuyo mercado es menos líquido que el del bono alemán— se redujo en una proporción similar, y se colocaba al cierre de 2019 en 41 p.b., frente a los 80 p.b. de finales del año anterior (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 de deuda registrado por las AA. PP. se situó en 201.117 millones de euros en 2019, un 8,3 % menos que en 2018. El desglose por tipo de emisor revela que la Administración General del Estado realizó el 97 % de las emisiones (194.322 millones de euros), mientras que el importe emitido por las comunidades autónomas (6.795 millones de euros) representó un porcentaje muy reducido del total (3 %), a pesar de haberse duplicado respecto al año anterior. El Estado proporciona financiación tanto a las comunidades autónomas (CC. AA.) como a las entidades locales a través de distintos mecanismos, como el Fondo de Financiación de las Comunidades Autónomas o el Fondo de Financiación a Entidades Locales, lo que explica el reducido recurso de estas entidades, que llega a ser nulo en el caso de las corporaciones locales, a la financiación directa de los mercados.

Emisiones brutas de las Administraciones públicas

CUADRO 2.2.3

Importes nominales en millones de euros

	2016	2017	2018	2019	% var. 19/18
Estado	223.067	236.506	215.702	194.322	-9,9
Corto plazo	100.996	94.439	80.984	71.897	-11,2
Largo plazo	122.071	142.067	134.717	122.425	-9,1
Comunidades autónomas	4.866	5.305	3.718	6.795	82,8
Corto plazo	482	532	458	541	19,7
Largo plazo	4.384	4.774	3.260	6.254	91,5
Corporaciones locales	0	56	0	0	-
Corto plazo	0	0	0	0	-
Largo plazo	0	56	0	0	-
Total AA. PP.	227.933	241.868	219.420	201.117	-8,3

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Las emisiones netas totales de las AA. PP. ascendieron en 2019 a 18.712 millones de euros, una cifra que representa el 50 % de las emisiones netas de 2018 y que contribuyó a un aumento del 1,8 % del saldo vivo de deuda en circulación en 2019, frente a un 3,8 % del año anterior. Las emisiones netas de la Administración General del Estado se situaron en 17.117 millones de euros, mientras que en el caso de las comunidades autónomas dichas emisiones ascendieron a 1.648 millones de euros, siendo negativas (-53 millones) en las corporaciones locales.

Las emisiones netas de la Administración General del Estado en los plazos más largos alcanzaron los 26.141 millones de euros, mientras que en los más cortos fueron negativas (-9.024 millones de euros), al amortizarse un importe superior al emitido. Ello permitió incrementar nuevamente la vida media de la deuda en circulación, que alcanzó un nivel máximo histórico de 7,55 años a finales de 2019. El alargamiento de la vida media se realiza para aprovechar el momento actual de tipos de interés en mínimos históricos, es decir, 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 pasaron a admitirse a negociación en AIAF, mercado regulado español 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.

Una vez producida la admisión inicial, la negociación de deuda pública puede realizarse en un sistema multilateral o bilateral. La normativa MiFID contempla tres tipos de sistemas multilaterales: los mercados regulados (AIAF en España), los SMN y los SOC. Por lo que se refiere a la operativa bilateral, esta se puede canalizar a través de un IS o bien tener carácter estrictamente OTC.

En el siguiente cuadro se muestran los datos de negociación de deuda pública española, distinguiendo entre títulos a largo plazo (bonos y obligaciones no segregados) y a corto plazo (letras) y también desglosados por tipos de mercado: el mercado regulado (AIAF) y los tres SMN (SENAF, MTS Spain y MTS Markets). Por último, se agrupa bajo el epígrafe «Otras plataformas y OTC» el volumen negociado tanto a través de SMN distintos de los tres anteriores o de SOC y toda la negociación bilateral realizada tanto a través de IS como OTC.

Como se observa en el cuadro 2.2.4., el volumen de negociación de bonos y obligaciones tanto en AIAF como en SENAF, el SMN español, crecieron de forma considerable durante 2019, un 64,9 % y un 57,7 % respectivamente. La negociación de bonos y obligaciones del Tesoro español en AIAF pasó de 56.121 millones de euros en 2018 a 92.534 millones en 2019. Por su parte, el volumen de negociación de bonos y obligaciones en SENAF avanzó de 26.242 millones de euros en 2018 a 41.385 millones en 2019. Las letras también incrementaron el volumen de negociación en SENAF de forma notable respecto a 2018 (64,4 %) y alcanzaron un volumen de 73.482 millones de euros. Por último, el volumen de negociación de Letras del Tesoro en AIAF se incrementó de forma más moderada, un 4,4 % hasta los 25.858 millones de euros.

El volumen de negociación en MTS Spain, plataforma de negociación de deuda pública del grupo London Stock Exchange autorizada como SMN por la Financial Conduct Authority (FCA), registró una disminución de un 17,8 % del volumen de operaciones sobre bonos y obligaciones, con lo que se situó en 111.927 millones de euros, mientras que el de letras se duplicó, con un volumen total de operaciones canalizadas por importe de 290.823 millones de euros en 2019.

EuroMTS también es una plataforma de negociación autorizada como SMN por la FCA, perteneciente al mismo grupo. El volumen negociado a través de ella disminuyó considerablemente en 2019, sobre todo en bonos y obligaciones. En cualquier caso, el importe total de las operaciones ejecutadas a través de esta plataforma es poco significativo comparado con el total.

Contratación de deuda pública por plataformas de negociación

CUADRO 2.2.4

Importes en millones de euros

	2016	2017	2018	2019	% var. 19/18
Bonos y obligaciones no segregados					
AIAF	112	120	56.121	92.534	64,9
SENAF	14.580	37.818	26.242	41.385	57,7
MTS Spain	164.814	164.722	136.132	111.927	-17,8
EuroMTS	11.648	6.051	7.083	2.163	-69,5
Otras plataformas y OTC	8.047.692	9.080.255	13.880.941	15.865.042	14,3
Total	8.238.845	9.288.965	14.106.518	16.113.050	14,2
Letras del Tesoro					
AIAF	8	4	24.767	25.858	4,4
SENAF	100.883	70.905	44.676	73.482	64,5
MTS Spain	247.257	189.080	136.828	290.823	112,5
EuroMTS	6.604	2.903	1.294	1.239	-4,3
Otras plataformas y OTC	1.710.623	1.504.502	1.975.475	2.657.219	34,5
Total	2.065.376	1.767.394	2.183.040	3.048.620	39,6

Fuente: Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional y AIAF.

Como se puede observar en el cuadro 2.2.4, el grueso de la negociación de deuda pública (98,5 % en los bonos y obligaciones y 87,2 % en las letras) se registró en el epígrafe de «Otras plataformas y OTC». Este 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 puras.

El volumen de bonos y obligaciones del Estado y de Letras del Tesoro negociados en otras plataformas y operaciones OTC experimentó un considerable aumento en 2019, del 14,5 % en el caso de los primeros y del 34,5 % en el de las segundas, con un volumen que alcanzó los 15,86 y 2,66 billones de euros respectivamente. Se observa un crecimiento sostenido del volumen de negociación de deuda pública a través de otras plataformas y OTC a lo largo de los últimos años, si bien cabe recordar que la comparabilidad de las cifras hasta 2017 y las posteriores puede verse condicionada por efectos estadísticos³².

Por otro lado, resulta interesante la evolución de la negociación de deuda canalizada a través los centros de negociación españoles y no atendiendo exclusivamente a la deuda española (véase cuadro 2.2.5). Desde este punto de vista se observa que la negociación en AIAF se situó en 118.503 millones de euros, lo que supone alrededor de un 20 % del volumen negociado en todos los SMN españoles.

El Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros (SENAF) es un SMN de deuda soberana española, gestionado por Bolsas y Mercados Españoles Renta Fija (BME RF) y destinado a los creadores de mercado que posibilita el cumplimiento de

32 Hasta 2017, los datos de negociación procedían del Banco de España, mientras que en 2018 se obtienen de la Secretaría General del 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.

los compromisos de liquidez asumidos por estos. Esta plataforma con estatus jurídico de SMN, canalizó en 2019 operaciones de deuda pública española y extranjera por importe de 150.523 millones de euros.

Contratación total de deuda pública en centros de negociación españoles. 2019

CUADRO 2.2.5

Nominal (millones de euros)

Centro	Tipo de deuda	2019
AIAF		
	Nacional	118.503
	Extranjera	40.028
SENAF		
	Soberana (nacional y extranjera)	150.623
SOC		
CAPI		
	Nacional	120.900
	Extranjera	18.648
CIMD		
	Nacional	265.014
	Extranjera	75.913

Fuente: CNMV.

Por último, a través de los dos SOC autorizados hasta la fecha en España: CAPI OTF y CIMD OTF se negoció durante 2019 un volumen de deuda pública española superior al conjunto de lo negociado en AIAF y SENAF. En total 385.914 millones de euros, lo que representa un notable incremento frente a 2018, año en el que fueron autorizados.

2.2.3 Renta fija privada

El rendimiento de los activos de renta fija privada en 2019 tuvo una evolución algo heterogénea según el plazo considerado. Así, a medio y largo plazo mostró un comportamiento similar al de los rendimientos de la deuda pública, registrando nuevos mínimos históricos en los plazos a 3, 5 y 10 años al cierre del año (0,20 %, 0,23 % y 0,79 % respectivamente). Por el contrario, el tipo de interés de los pagarés en el momento de la emisión experimentó alzas en algunos plazos. De este modo, los pagarés emitidos en diciembre de 2019 a plazos de 6 y 12 meses incluían unos tipos de interés del 0,52 % y el 0,71 %, respectivamente, frente al 0,19 % y el 0,07 % de diciembre de 2018. Estos incrementos son parcialmente consecuencia del reducido tamaño de la muestra de emisiones, que presenta una gran dispersión en cuanto a las características de las empresas, su tamaño y su calidad crediticia, observándose un elevado número de compañías con un *rating* inferior al grado inversión. En el plazo a 3 meses, el rendimiento de los pagarés experimentó pocos cambios frente al año anterior (véase cuadro 2.2.6).

Tipos de interés de la renta fija privada¹

CUADRO 2.2.6

%	dic.-16	dic.-17	dic.-18	dic.-19
Corto plazo (pagarés de empresa²)				
3 meses	0,18	0,39	0,24	0,20
6 meses	0,20	0,26	0,19	0,52
12 meses	0,15	0,19	0,07	0,71
Medio y largo plazo				
3 años	0,69	0,44	0,67	0,20
5 años	1,43	0,41	0,55	0,23
10 años	2,14	1,16	1,52	0,79

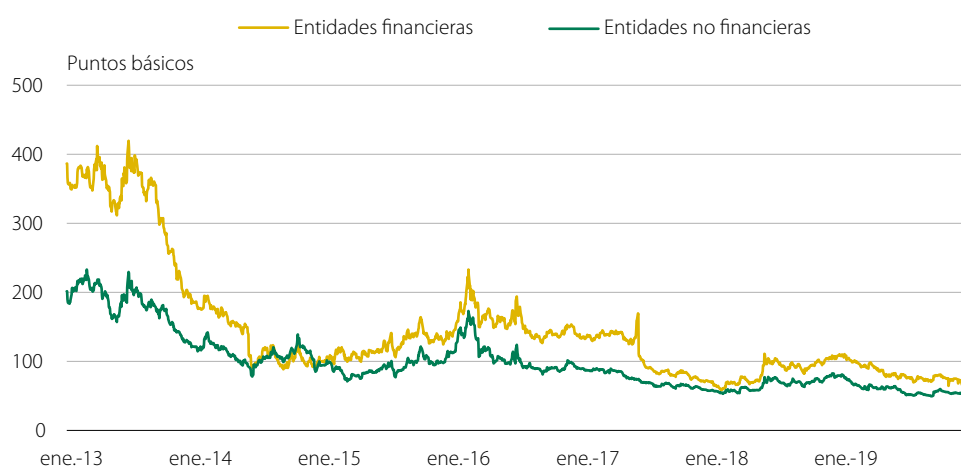
Fuente: Thomson Datastream y CNMV. (1) Promedio mensual de datos diarios. (2) Tipo de interés de emisión.

De forma paralela al sector público, las primas de riesgo de los subsectores privados de la economía, obtenidas a partir de la media de mercado de los CDS a 5 años de una muestra de entidades, cerraron 2019 en niveles mínimos de los últimos años, con descensos tanto en las entidades financieras como en las no financieras. En las primeras, a pesar de las incertidumbres que las afectan —margen de intereses decreciente como consecuencia del entorno de tipos de interés reducidos—, la prima media de los CDS de los bancos descendió desde los 108 p.b. a principios de año hasta los 65 p.b. a finales del mismo, favorecida por la puesta en marcha de la tercera ronda de financiación del BCE, que les permitió el acceso a financiación a largo plazo y a bajo coste, y también porque el reducido nivel de tipos contribuye a la disminución de sus ratios de morosidad.

En el caso de las compañías no financieras, su prima de riesgo pasó de 78 p.b. de media a 52 p.b. A pesar de su menor descenso, la prima de riesgo de las compañías no financieras se mantuvo todo el ejercicio por debajo de la de las financieras (véase gráfico 2.2.3). Las compañías no financieras se beneficiaron del dinamismo relativo de la actividad económica española y también de la reactivación del programa de compras del BCE, que se hizo extensivo a la deuda corporativa de emisores españoles con un *rating* BBB como mínimo, lo que favoreció el mantenimiento del coste de su financiación en niveles muy bajos.

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 2019 siguieron la tónica de descenso de los últimos años y marcaron el volumen más bajo de la década, al situarse en 90.161 millones de euros, un 11 % menos que en 2018. En gran medida la caída se explica por el menor volumen de emisiones de la SAREB³³, que, a pesar de continuar siendo el mayor emisor de bonos y obligaciones no convertibles, disminuyó el volumen de sus emisiones brutas desde 29.751 millones de euros en 2018 a 20.505 millones en 2019. En cambio, las emisiones de deuda efectuadas en el exterior crecieron un 12 % en 2019 hasta quedar por encima de los 100.000 millones de euros, un importe que por primera vez superó el de las emisiones registradas en la CNMV.

En relación con el desglose de las emisiones de deuda registradas en la CNMV, cabe señalar el descenso en todas las grandes categorías de deuda excepto en los bonos de titulización, que experimentaron un ligero aumento del 3,3 %, hasta los 18.741 millones de euros. Como ha sucedido en los últimos años, el importe de los bonos de titulización suscrito por el propio emisor o cedente de los derechos fue muy elevado (71,2 %), porcentaje prácticamente idéntico al 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 principal de aportar estos activos como colateral ante el BCE y obtener financiación del Eurosistema.

Por tipos de activos titulizados, aumentaron considerablemente los préstamos hipotecarios, cuyas emisiones habían descendido de forma sustancial en 2018 y recuperaron parcialmente esta caída en 2019, al pasar de 683 millones en 2018 a 3.025 millones en 2019 y, en menor medida, también avanzaron las titulizaciones de préstamos al consumo (incluidos en la categoría de «Otros»), que pasaron de 2.554 a 3.097 millones de euros. Al contrario, las titulizaciones de préstamos a pymes descendieron desde los 10.442 hasta los 7.430 millones de euros.

También en el ámbito de las titulizaciones cabe señalar que en 2019 se produjeron las primeras realizadas por emisores españoles que cumplen con el reconocimiento STS de acuerdo con los criterios establecidos en la regulación europea al respecto. Para que una titulización se considere STS debe cumplir ciertos requisitos de simplicidad (la titularidad de las exposiciones crediticias debe transferirse mediante venta verdadera al vehículo que las tituliza), de transparencia (los inversores potenciales deben tener información sobre el comportamiento histórico de los impagos y las pérdidas) y de normalización (cumplimiento de requisitos de retención de riesgos y prohibición de contratar derivados salvo con fines de cobertura). La verificación de estos requisitos la realiza una tercera parte independiente y el listado de titulizaciones STS se publica en la web de ESMA. En total se efectuaron 4 emisiones de este tipo en 2019, en las que se titulizaron préstamos al consumo y para la compra de automóviles, por un importe total de 4.573 millones de euros.

33 Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria.

Emisiones brutas registradas en la CNMV: Detalle por instrumentos

CUADRO 2.2.7

Importes nominales en millones de euros

	2015	2016	2017	2018	2019
A largo plazo	109.298	116.068	91.576	85.987	75.076
Bonos y obligaciones no convertibles	39.100	40.170	30.006	35.836	29.602
De deuda subordinada	500	512	1.550	500	950
Bonos y obligaciones convertibles	53	0	0	0	0
Cédulas hipotecarias	31.375	31.643	29.824	26.575	22.933
Cédulas territoriales	10.400	7.250	350	2.800	1.300
Bonos de titulación de activos (BTA)	28.370	35.505	29.415	18.145	18.741
Hipotecarios ¹	9.458	19.621	14.885	683	3.025
Empresas (pymes)	14.124	7.500	4.850	10.442	7.430
Otros	4.788	8.384	9.680	7.020	8.286
Participaciones preferentes	0	0	1.000	2.850	1.000
Otras emisiones	0	1.500	981	0	1.500
A corto plazo²	27.310	22.960	17.911	15.089	15.085
Pagarés de empresa	27.310	22.960	17.911	15.089	15.085
De titulación de activos	2.420	1.880	1.800	240	0
Total	136.607	139.028	109.487	101.295	90.161

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

En valor absoluto las disminuciones de mayor cuantía se observaron en los bonos no convertibles, cuyas emisiones se situaron por debajo de los 30.000 millones de euros en 2019 (35.836 millones en 2018). Como se ha indicado anteriormente, buena parte de este retroceso se explica por la actividad de la SAREB, que redujo sus emisiones un 31 %. De hecho, si se descuentan las emisiones de deuda de esta sociedad, la caída de las emisiones totales de renta fija habría sido menor (-2,8 %). Otros descensos relevantes tuvieron lugar en las emisiones de cédulas hipotecarias (un 14 %, hasta algo menos de 23.000 millones de euros), para las que se prolongó la tendencia observada en los últimos años, que han estado marcados por la renovación de las emisiones vencidas y la caída del saldo de créditos hipotecarios en vigor, que limita este tipo de emisiones. Finalmente, las emisiones de pagarés se situaron prácticamente en la misma cifra que en 2018 con 15.085 millones de euros (15.089 millones en el ejercicio previo).

A diferencia de las emisiones registradas en la CNMV, las que se llevaron a cabo en el extranjero por parte de emisores españoles aumentaron un 12,27 %, hasta alcanzar 100.321 millones de euros, con lo que superaron por primera vez a las primeras. Sin embargo, consideradas en su conjunto, las emisiones españolas registradas en la CNMV y en el MARF sumaron 100.508 millones de euros, ligeramente por encima del volumen registrado en el exterior.

Respecto al plazo de las emisiones en el extranjero, las de largo plazo —en concreto, los bonos y obligaciones— anotaron una subida importante (del 41,5 %, hasta situarse en 48.409 millones de euros) y recuperaron gran parte de la caída que habían sufrido en 2018, aunque sin llegar a alcanzar el nivel de 2017. Este aumento contrasta con la caída de las emisiones a largo plazo de bonos y obligaciones en España, que como se ha mencionado antes, una vez descontadas las emisiones de la SAREB, apenas alcanzaron los 9.000 millones de euros.

Por su parte, las emisiones de pagarés en el exterior de emisores españoles experimentaron una contracción del 7,7 %, situándose en 47.087 millones de euros, de las cuales alrededor de 34.000 millones correspondieron a emisores no financieros. A pesar del descenso, este importe prácticamente duplica el de las emisiones de pagarés emitidos en España: 24.684 millones de euros en total, de los cuales 15.085 millones corresponden a pagarés registrados en la CNMV y admitidos a negociación en AIAF, mientras que los 9.599 millones restantes se registraron en el MARF.

Por último, las filiales de entidades españolas en el extranjero emitieron 92.280 millones de euros en 2019, lo que supone un ligero aumento (del 2,3 %) respecto a 2018. Dentro de estas, se observa una evolución divergente entre las entidades financieras y no financieras. Así, las filiales en el extranjero de entidades financieras españolas incrementaron sus emisiones de forma notable (un 36,7 %) con unas emisiones brutas de 57.387 millones de euros, mientras que las entidades no financieras contrajeron de forma sustancial sus emisiones: un 27,6 % respecto a 2018, hasta los 34.893 millones de euros. Esta evolución de las filiales en el extranjero contrasta con la de sus entidades matrices españolas, las cuales registraron descensos en el caso de las entidades financieras y ascensos en las no financieras.

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

CUADRO 2.2.8

Importes nominales en millones de euros

	2015	2016	2017	2018	2019
A largo plazo	33.362	31.655	61.125	38.425	53.234
Participaciones preferentes	2.250	1.200	5.844	2.000	3.070
Obligaciones subordinadas	2.918	2.333	5.399	2.250	1.755
Bonos y obligaciones	28.194	28.122	49.882	34.175	48.409
A corto plazo	32.984	26.932	23.646	50.933	47.087
Pagarés de empresa	32.984	26.932	23.646	50.933	47.087
Total	66.347	58.587	84.771	89.358	100.321
Pro memoria: emisiones brutas de filiales de empresas españolas residentes en el resto del mundo					
Instituciones financieras	14.875	11.427	19.459	41.966	57.387
Sociedades no financieras	40.411	45.247	45.361	48.212	34.893
Total	55.286	56.674	64.820	90.178	92.280

Fuente: Banco de España.

Resulta reseñable la expansión experimentada por el MARF. Configurado en 2013 como un SMN, 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, con un notable aumento de los emisores, que prácticamente se han quintuplicado desde 2015, hasta llegar a 58 en 2019. Las emisiones en 2019 se concentraron en el corto plazo, representando los pagarés el 93 % del total, con un importe nominal de 9.599 millones de euros, cifra cercana a la de los pagarés registrados en la CNMV y admitidos a negociación en AIAF (15.085 millones de euros). En cualquier caso, como se ha mencionado antes, las emisiones de pagarés en el extranjero por parte de emisores españoles, que ascendieron a 47.087 millones de euros, prácticamente duplicaron el total de los pagarés emitidos en España.

Admisión en el MARF

CUADRO 2.2.9

Importes nominales en millones de euros

	2015	2016	2017	2018	2019
Número de emisores	13	19	31	40	58
Bonos y obligaciones no convertibles	355,5	398,6	75,8	365,0	303,1
Bonos de titulización	0,0	1.782,5	242,5	234,1	363,5
Participaciones preferentes	0,0	0,0	0	0	82
Pagarés	431,7	23,5	3.651,6	5.759,6	9.599,0
Total	787,2	2.204,6	3.969,9	6.358,7	10.347,6

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 Directiva MiFID II, entre cuyos objetivos estaba el de atraer en mayor medida la negociación hacia entornos de contratación multilaterales sujetos a reglas de negociación organizadas y transparentes, en detrimento de la operativa bilateral OTC. Como ya se ha mencionado, 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.

Tal y como se observa en el cuadro 2.2.10, a lo largo de 2019 se constató un cierto avance en el cumplimiento del objetivo mencionado, al reducirse el peso de la contratación estrictamente OTC, cuyo volumen se mantuvo en un nivel similar al de 2018, mientras que el volumen de negociación a través de los diferentes sistemas multilaterales conjuntamente con la bilateral a través de IS aumentó un 55 %. Esto provocó que la negociación estrictamente OTC de renta fija privada española pasase de representar el 52,2 % del total en 2018 al 41,5 % en 2019.

En el cuadro 2.2.10 se identifican las cuatro plataformas que atrajeron un mayor volumen de negociación de renta fija privada en los últimos dos años. Bloomberg es la que concentró un mayor volumen de negociación, 96.873 millones de euros, registrando un incremento del 19,3 % en 2019, lo que le permitió alcanzar una cuota cercana al 25 % del total. Bloomberg tiene la consideración de SMN, al igual que Tradeweb y MarketAxees, aunque estos últimos se encuentran a cierta distancia del primero en cuanto a volumen negociado.

Por último, JP Morgan Securities Services, que es una plataforma que ofrece operativa bilateral con la consideración de IS, triplicó el volumen de operaciones canalizadas en 2019, con un total de 13.709 millones de euros, si bien este importe apenas representó el 3,3 % del mercado.

El resto de plataformas, bien sean mercados regulados, sistemas multilaterales o bilaterales de negociación, canalizaron cada uno de ellos un volumen individual inferior al 3 % y se han agrupado en el último epígrafe del cuadro bajo la rúbrica de «Otros centros de negociación». En su conjunto, la negociación a través de estos últimos se duplicó y alcanzó los 103.617 millones de euros en 2019. Esta cifra incluye la negociación a través del mercado regulado AIAF (262 millones de euros) y de los SOC españoles autorizados por la CNMV (55 millones de euros a través de CAPI

OTF), así como la contratación bilateral de los dos IS españoles: BBVA y Banco Santander.

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

CUADRO 2.2.10

Importes en millones de euros

	2018	2019	% var. 19/18
Negociación bilateral (OTC)	171.648	172.581	0,5
Bloomberg (SMN)	81.205	96.873	19,3
Tradeweb (SMN)	17.838	16.973	-4,9
MarketAxees (SMN)	8.711	12.342	41,7
JP Morgan Securities PLC (IS)	4.721	13.709	190,4
Otros centros de negociación ²	44.725	103.617	131,7
Total	328.848	416.095	26,5

Fuente: CNMV. (1) Datos estimados a partir de la información contenida en el TR (*Transaction Reporting*). (2) Este epígrafe recoge la suma de los volúmenes negociados en otros SMN distintos de los identificados, ya sean mercados regulados (entre ellos, AIAF en el caso español), otros SMN (entre los que se encuentra el MARF), SOC (entre ellos, CAPI OTF y CIMD OTF, registrados en España) y otros IS (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, donde se negocian derivados financieros, y su segmento MEFF Power, específico para derivados sobre electricidad) experimentó un ligero avance, que fue más intenso para los derivados de electricidad, aunque inferior en términos agregados al crecimiento de los mercados a nivel global. Asimismo, se mantuvieron los dos únicos SOC creados en 2018 en los que se negocian derivados y sus volúmenes permanecieron relativamente estables. Por otro lado, como es habitual en los últimos ejercicios, la actividad del mercado secundario bursátil de *warrants* continuó retrocediendo, aunque el volumen de instrumentos emitidos en el mercado primario creció respecto al ejercicio anterior por primera vez en los últimos años.

El volumen agregado de contratos de productos derivados negociados en los mercados internacionales alcanzó de nuevo un máximo histórico en 2019, con un total de 34.474 millones de contratos (un 13,7 % más). Este avance volvió a extenderse a los dos segmentos existentes en el mercado, que alcanzaron en ambos casos nuevos niveles récord, con 19.240 millones de contratos para los futuros (12 %) y 15.234 millones para las opciones (16 %).

Por áreas geográficas, se produjo un comportamiento desigual entre las grandes regiones, con ligeros retrocesos para América de Norte (-2,8 %) y Europa (-4,4 %) e importantes avances para el resto del mundo, donde el crecimiento estuvo liderado por Latinoamérica (47,6 %) y las áreas de Asia-Pacífico (29,1 %), si bien estas últimas y América del Norte continuaron siendo las regiones con mayor cuota de mercado (42 % y 29,8 %, respectivamente, frente al 37 % y 34,9 % de 2018). Asimismo, en el caso de Europa, la negociación retrocedió un 4,4 % (desde su máximo histórico de 2018), hasta alcanzar 5.033 millones de contratos (de los que 3.964 millones correspondieron a futuros y 1.069 millones a opciones), lo que representa el 14,6 % del mercado mundial, casi 3 puntos porcentuales menos que en 2018. Entre los

mercados europeos, volvieron a destacar por su tamaño Eurex e ICE Futures Europe, que presentaron los mayores volúmenes de contratos, aunque sus retrocesos fueron desiguales.

Negociación en los mercados de derivados financieros europeos

CUADRO 2.3.1

Miles de contratos

	2017	2018	2019	% var. 19/18
Eurex	1.675.898	1.951.763	1.947.144	-0,2
ICE Futures Europe	1.166.947	1.276.090	1.126.515	-11,7
Euronext	140.276	149.254	144.081	-3,5
Nasdaq Exchange Nordic Markets	86.420	87.272	79.252	-9,2
London Stock Exchange Group	42.538	46.105	38.884	-15,7
MEFF	39.246	38.396	40.776	6,2

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

2.3.1 MEFF Exchange

Derivados financieros

La negociación en cuanto al número de contratos de derivados en MEFF creció un 6,2 % debido al incremento de la actividad de los contratos sobre índices (un 13,6 % más) y, en menor medida, de los contratos sobre acciones (un 4,5 % más). Además, como ya sucedió durante los ejercicios 2017 y 2018, a pesar de estar disponible en el mercado un contrato de futuros sobre el bono soberano español a 10 años, este no registró ninguna actividad a causa de la competencia de un contrato similar en el mercado alemán Eurex³⁴, que concentró todas las operaciones sobre este subyacente.

En el segmento de derivados financieros sobre el Ibex 35, los contratos con mayor volumen negociado siguieron siendo los futuros sobre el Ibex 35, que crecieron un 15,2 %, hasta alcanzar su mayor volumen desde 2015, gracias al fuerte crecimiento de los contratos Mini de menor tamaño (876,3 %) y a los contratos impacto dividendo, que duplicaron su volumen (104,8 %), lo que compensó el retroceso de los contratos Plus de mayor tamaño³⁵ (-5,9 %). Por otro lado, retrocedieron de modo destacado los contratos sobre índices sectoriales de bancos y energía (-99,8 %) —que fueron lanzados al mercado en 2016—, hasta situarse su contratación en volúmenes testimoniales, al igual que sucedió con la contratación de los contratos de futuros Micro³⁶ de tamaño muy pequeño —introducidos en diciembre de 2018—. Asimismo, los contratos de opciones sobre el índice Ibex 35 retrocedieron un 11,6 %.

34 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 2019 se negociaron 165.573 contratos de este tipo en ese mercado, frente a 173.450 contratos de 2018 (Fuente: Eurex).

35 En términos de volúmenes nominales agregados, el descenso del número de contratos Plus de mayor tamaño implicó una caída del volumen contratado total de derivados sobre el Ibex 35 en términos nominales.

36 Los contratos de futuros Micro sobre el Ibex 35 tienen un multiplicador de 0,1 euros.

Negociación en MEFF Exchange¹

CUADRO 2.3.2

Los mercados de valores
y sus agentes
Mercados y emisores

Número de contratos

	2016	2017	2018	2019	% var. 19/18
Contratos s/ deuda	360	0	0	0	-
Futuro s/ bono a 10 años	360	0	0	0	-
Contratos s/ lbex 35	7.468.299	6.911.671	6.983.287	7.935.425	13,6
Futuros s/ lbex 35 ²	7.146.060	6.481.301	6.564.971	7.565.663	15,2
Plus	6.836.500	6.268.290	6.342.478	5.965.905	-5,9
Mini2	249.897	161.886	149.023	1.454.885	876,3
Micro	-	-	-	36	-
Impacto dividendo	58.044	43.372	70.725	144.831	104,8
Sectoriales	1.619	7.753	2.745	6	-99,8
Opciones s/ lbex 35 ²	322.239	430.370	418.315	369.762	-11,6
Contratos s/ acciones	32.736.458	32.335.004	31.412.879	32.841.027	4,5
Futuros s/ acciones	9.467.294	11.671.215	10.703.1912	15.298.027	42,9
Futuros s/ dividendos	367.785	346.555	471.614	758.700	60,9
Futuros s/ dividendos plus	760	880	200	-	-100,0
Opciones s/ acciones	22.900.619	20.316.354	20.237.873	16.784.300	-17,1
Total	40.205.117	39.246.675	38.396.166	40.776.452	6,2

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 10 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 1 euro en los dos primeros y 10 euros en el segundo).

En lo que respecta a los derivados sobre acciones, su contratación avanzó un 4,5 % en el ejercicio, debido a que el fuerte incremento del volumen contratado en los futuros sobre acciones (42,9 %) compensó la caída del número de contratos de opciones sobre acciones (-17,1 %). Además, la concentración de la contratación se intensificó en un conjunto reducido de subyacentes, especialmente en los futuros sobre acciones, donde solo 4 subyacentes (Banco de Santander, BBVA, Telefónica e Iberdrola) representaron casi el 98 % de la negociación total, mientras que en el caso de las opciones fueron necesarios 6 subyacentes (los 4 anteriores más Repsol e Inditex) para alcanzar casi el 93 % de la negociación total. Estos porcentajes son mayores que los de 2018 y reflejan que la actividad de mercado se concentra cada vez más en un número reducido de valores, de manera que su actividad en derivados sobre el resto presenta porcentajes sustancialmente inferiores a los que les corresponderían de acuerdo con la negociación que realizan en los mercados secundarios. Así, solo los futuros y las opciones sobre el Banco de Santander representaron el 70 % y el 28 % del total, respectivamente, frente a poco más del 17 % del total negociado que alcanzó en BME. Por otro lado, los futuros sobre dividendos volvieron a crecer de modo significativo (un 60,9 %), alcanzando su volumen contratado un máximo histórico desde su introducción en 2012.

Novedades en el segmento de derivados financieros

El 6 de marzo comenzaron a negociarse futuros y opciones sobre seis nuevos subyacentes que forman parte del índice Ibex 35: Cellnex Telecom, CIE Automotive, Colonial, Ence, Meliá Hotels y Merlin Properties.

Asimismo, MEFF amplió su gama de productos con la incorporación de futuros sobre divisas, que empezaron a cotizar el 21 de junio con el nombre comercial xRolling FX. Estos contratos son futuros perpetuos³⁷ y están operativos con horario de mercado ampliado (de 00:00 a 23:00 horas) para los siguientes 17 pares de divisas: EUR/USD, EUR/CHF, EUR/GBP, GBP/USD, GBP/CHF, USD/CHF, USD/CAD, AUD/USD, AUD/JPY, EUR/AUD, EUR/JPY, USD/JPY, NZD/USD, USD/MXN, EUR/MXN, USD/BRL y USD/BRL.

El objetivo de MEFF con este lanzamiento es ofrecer a los inversores la posibilidad de negociar en divisas mediante un instrumento cotizado regulado, con la distribución en exclusiva a través de los miembros del mercado. La liquidación y compensación de estos contratos se realiza en BME Clearing, la entidad de contrapartida central de BME. Al tratarse de futuros perpetuos, no están sujetos al *roll-over* de los futuros tradicionales al vencimiento y se liquidan diariamente en euros en la cámara de contrapartida central. Asimismo, este producto está sujeto a la Resolución de 27 de junio de 2019 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en la que se establecen medidas que afectan a su comercialización, distribución o venta a clientes minoristas. Por otro lado, la incorporación de este nuevo producto supuso la aprobación tanto de nuevas condiciones generales para el segmento de derivados financieros como de nuevas circulares e instrucciones operativas, donde quedaron recogidas las particularidades de este nuevo producto.

Miembros del mercado

MEFF Exchange contaba al cierre de 2019 con un total de 91 miembros de mercado, 3 más que el año anterior. De todos ellos, 64 están asociados al segmento de los derivados financieros, 32 al segmento de los derivados de la energía y 5 al segmento de los derivados de divisa. Durante el ejercicio aumentaron en 8 los miembros del segmento de derivados financieros, mientras que en el de la energía disminuyeron en 4, a la vez que se daban de alta 5 miembros negociadores en el nuevo segmento de divisa.

37 El producto xRolling FX es un futuro *perpetuo* con *roll-over* diario de posiciones al cierre, frente a los futuros estándar con vencimientos predefinidos.

Número de miembros en MEFF Exchange

CUADRO 2.3.3

Los mercados de valores
y sus agentes
Mercados y emisores

Segmento	Negociador	Neg. cuenta propia	Total entidades	Var. 19/18
Derivados financieros	52	12	64	8
Energía	5	27	32	-4
Forex	5	0	5	5
Total entidades¹	62	39	91	9
Var. 2019	12	-3	3	-

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

MEFF Power es el segmento de derivados de energía de MEFF, en el que se registran contratos derivados con liquidación financiera contra el promedio diario del precio del mercado *spot* de electricidad española (SPEL) calculado por el Operador del Mercado Ibérico de Electricidad. 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 se liquida el derivado pueden ser todas las horas del periodo (contratos en carga o 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). Durante 2019 en MEFF Power únicamente se registraron contratos en carga base.

MEFF Power, que durante 2017 y 2018 sufrió una drástica reducción de su actividad, experimentó una recuperación muy significativa durante 2019 y volvió a los volúmenes de negociación de ejercicios anteriores a esos años. En este ejercicio se registraron operaciones por un total de 26,4 Twh de energía subyacente, un volumen que duplica con creces el del ejercicio anterior (12,3 Twh) y que constituye la cifra anual más alta desde 2014. En valor efectivo, los contratos registrados alcanzaron los 1.402 millones de euros, frente a los 683 millones del ejercicio previo, con unos precios promedio de 53,12 euros por MWh, ligeramente inferiores a los 55,30 euros por MWh de 2018.

El aumento interanual de actividad se produjo en todos los contratos salvo en los diarios, que cayeron un 24,2 % y, especialmente, en los de mayor duración, que fueron que presentaron los retrocesos más significativos en 2018. Los contratos anuales crecieron un 75 % en 2019, mientras que los trimestrales casi se cuadruplicaron (269,5 %), lo que explica que, si bien el número de contratos registrados fue similar al de los dos últimos ejercicios (solo un 3,3 % más en 2019), la energía subyacente correspondiente fue mucho mayor.

El número de operaciones registradas en 2019 aumentó un 82,3 %, hasta situarse en un total de 3.251, lo que supone un promedio de 12,7 operaciones diarias, superando el promedio de 7,5 operaciones diarias en 2018. En consecuencia, el volumen registrado en MWh aumentó un 113,9 % interanual debido tanto al incremento del número de operaciones como al mayor volumen unitario en MWh de energía por operación (un 17,3 % más) y que se debe, principalmente, a la concentración de la actividad en los contratos más voluminosos.

La posición abierta al final del ejercicio 2019 se situó en 9,0 TWh (con una valoración a precios de cierre de unos 418 millones de euros), por encima de los 5,5 TWh de la posición abierta al final del ejercicio anterior, valorada entonces en 317 millones de euros. La reducción de los precios de los derivados sobre electricidad española acaecida en los últimos meses de 2019, especialmente en diciembre, explica que el incremento interanual (64,1 %) de la posición en volumen subyacente fuese mayor que el incremento correspondiente en la valoración de la posición (31,9 %).

Durante 2019 continuó el proceso que ya se había observado en 2018 hacia una mayor concentración de posiciones abiertas en los contratos anuales, que a finales de año representaban el 43,3 % del total de la posición frente a una ratio del 37,6 % al cierre de 2018 y una más reducida del 1,32 % a finales de 2017. Esta evolución es atribuible tanto al incremento tanto del registro de contratos anuales como de los plazos de sus periodos de entrega respecto a la negociación. Así, cabe mencionar que se registraron contratos anuales con entrega hasta 2029, periodos significativamente más largos que los observados en MEF Power en ejercicios anteriores.

Por otro lado, a finales de 2019 MEF Power contaba con un total de 181 participantes, 20 menos que al cierre de 2018.

2.3.3 Sistemas organizados de contratación (SOC)

La Directiva MiFID II introdujo nuevos tipos de centros de contratación, entre ellos los 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. La negociación en los SOC, a diferencia de lo que ocurre en los mercados regulados y SMN, puede efectuarse a través de reglas discrecionales, siendo posible que los SOC interpongan su cuenta propia sin riesgo en instrumentos derivados y valores de renta fija en ciertas circunstancias, además de negociar por cuenta propia aquellos instrumentos de deuda soberana para los que no exista un mercado líquido.

La CNMV autorizó dos SOC en 2018: CAPI OTF y CIMD OTF. Estos operan, en el primer caso, en derivados financieros y divisas, mientras que el segundo lo hace en los segmentos de derivados financieros y en el de derivados sobre la energía eléctrica.

Negociación en sistemas organizados de contratación (SOC)

CUADRO 2.3.4

Segmento derivados financieros	N.º operaciones contratadas	Importe efectivo (millones de euros)
Derivados financieros ¹	2.075	886.141
Derivados FX ²	1.048	294.653
Total	3.123	1.180.794
Segmento derivados sobre energía	601	437

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 segundo año de actividad, los SOC tuvieron un comportamiento desigual según el segmento en el que operan. En el caso de los derivados financieros, los SOC contrataron 3.123 operaciones, un 10,7 % menos, pero por un importe efectivo de 1,18 billones de euros, un 6,9 % más. Por su parte, la negociación de derivados de la

energía disminuyó hasta 601 operaciones y un importe efectivo de 437 millones de euros (como se comentará más adelante), frente a las 2.041 operaciones y 1.344 millones de euros respectivamente de 2018. Asimismo, entre los derivados financieros, en torno a dos tercios de las operaciones y tres cuartas partes del importe efectivo contratado correspondieron a derivados sobre tipos de interés, como diferentes tipos de *swaps* y futuros, mientras que el resto de las operaciones y del volumen contratado correspondió a operaciones 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) —en carga base— e italiana (ITEL) —en cargas base y punta—.

Durante el conjunto del ejercicio la negociación alcanzó un volumen total de 7,9 TWh, por un volumen efectivo de 437 millones de euros, de los que el 89 % correspondió a electricidad española, mientras que en la negociación de ITEL apenas ponderaron los productos punta, solo el 7 % del subtotal correspondiente a electricidad italiana.

Con relación a los periodos de liquidación de contratos, destacó la negociación de contratos trimestrales en el subyacente SPEL, que acumularon 3,8 TWh (53,3 % de la negociación total de los derivados *españoles*), mientras que para los contratos italianos los *calendar*³⁸ representaron el 47,9 % en términos de energía, aunque el 59,5 % de los contratos negociados eran *pequeños* (de vencimiento inferior al mes), por lo que el promedio de efectivo por operación resultó menor para las operaciones sobre electricidad italiana (531.312 euros) que para las de subyacente español (755.182 euros por operación).

2.3.4 Mercado de *warrants* y certificados

En 2019 el número de emisiones de *warrants* y su volumen de actividad presentaron un comportamiento divergente. Así, mientras que el número de emisiones aumentaba ligeramente, el volumen de las primas de las emisiones experimentaba retrocesos, que eran más intensos en el caso de su contratación en el mercado secundario, penalizado por el escenario de baja volatilidad en los mercados, que desincentiva el uso de este tipo de instrumentos. En el caso de los certificados, el mercado primario continuó sin registrar ningún tipo de actividad, a la vez que la actividad del mercado secundario se mantuvo en niveles reducidos.

Emisiones

El número de emisiones de *warrants* registradas durante 2019 fue de 5.496, un 5 % más que en 2018, el primer avance en los últimos 5 años. El número de entidades emisoras aumentó hasta seis, todos ellos bancos, incorporándose de nuevo un banco nacional como emisor, que se unió a las tres entidades extranjeras y a los dos bancos

38 Los *calendar* son contratos con periodos de liquidación anuales.

nacionales que ya operaban en este segmento. Las primas totales alcanzaron 1.837 millones de euros, un 11,8 % menos que en el ejercicio anterior y casi la mitad que en 2015. Continuaron concentrándose en contratos cuyo subyacente eran acciones e índices, si bien los importes de las primeras se recuperaron mientras que los de los segundos continuaron descendiendo, lo que los hizo perder peso relativo respecto al resto de los subyacentes. Como se observa en el cuadro 2.3.5, el importe de las primas de las emisiones sobre índices descendió más de un 30 %, mientras que se produjeron avances en las primas de las emisiones sobre acciones (10 %) y de las emisiones sobre materias primas (50 %). Además, como se ha señalado anteriormente, 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
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
2019	6	5.496	1.837.678	901.350	809.259	42.694	84.375

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

Mercado secundario

La negociación de *warrants* en el mercado secundario experimentó en 2019 un descenso de la contratación de más de un tercio respecto a lo negociado en el ejercicio anterior, hasta situarse en 291,16 millones de euros, su valor más bajo en más de 15 años. La contratación siguió concentrándose en *warrants* sobre índices, que representaron el 64 % del total, pero perdieron peso respecto a los *warrants* sobre acciones, que pasaron a suponer algo más de un tercio del total. Los contratos sobre el resto de los activos (divisas y materias primas), que durante el ejercicio habían crecido a nivel agregado en el mercado primario, también redujeron su contratación y representaron poco más del 1 % del total del mercado.

Contratación de *warrants* en el mercado continuo

CUADRO 2.3.6

Primas negociadas en miles de euros

	N.º de emisiones	Primas negociadas por tipo de subyacente				Total
		Índices ¹	Acciones	Divisas ²	Materias primas	
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
2019	3.627	186.620	100.818	543	3.182	291.163

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

Como ha ocurrido en los últimos años, el importe de las primas negociadas en el segmento de certificados volvió a ser muy reducido como consecuencia de la ausencia de nuevas emisiones de este tipo de activo. La negociación se situó en 346.000 euros, un nivel similar al de 2018, correspondientes a las 2 únicas emisiones activas del mercado, cuyos activos subyacentes son oro y petróleo (ambas fueron emitidas por la misma entidad financiera en 2007 y 2010, respectivamente).

Contratación de certificados en el mercado continuo

CUADRO 2.3.7

Primas negociadas en miles de euros

	N.º de emisiones ¹	Primas negociadas por tipo de subyacente				Total
		Índices ²	Acciones	Divisas	Materias primas	
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
2019	2	0,0	0,0	0,0	346,0	346,0

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 pasado no se registró en la CNMV ninguna emisión de contratos financieros atípicos. Este tipo de contratos, 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 recibido³⁹, han ido perdiendo el interés de los inversores por su menor transparencia, la competencia de otros productos como los depósitos⁴⁰ y fondos estructurados y la ausencia de liquidez, al no estar admitidos a negociación en mercados secundarios organizados.

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
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
2019	0	0	0	0	0	0	0

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

39 El reembolso consiste bien en la entrega de determinados valores cotizados, bien en el pago de una suma de dinero o ambas cosas.

40 El Real Decreto 14/2008, de 11 de enero, atribuyó la competencia sobre los depósitos estructurados (modalidad de contrato financiero atípico 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 CSDR⁴¹.

A finales de 2019, Iberclear contaba con 71 entidades participantes (incluidas las entidades de contrapartida central (ECC) y otros DCV con los que Iberclear tiene enlace), 4 entidades más que al finalizar 2018. Durante 2019 se dieron de alta 5 entidades, entre ellas 1 DCV con el que Iberclear ha establecido un nuevo enlace y 1 entidad causó baja como consecuencia del *brexit*.

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 situaba en 8.497, por un importe nominal de 1.672.266 millones de euros. En relación con las cifras del año anterior, se produjo una leve disminución en el número de emisiones vivas (-0,02 %), pero un aumento en su importe (0,66 %), 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	2018	2019	% var. 19/18
Número de emisiones	8.499	8.497	-0,02
Deuda pública	486	548	12,8
Deuda corporativa	2.129	2.013	-5,4
Resto de valores	5.884	5.936	0,9
Saldo nominal registrado	1.661.254	1.672.266	0,66
Deuda pública	1.036.073	1.057.820	2,1
Deuda corporativa	485.873	479.724	-1,3
Resto de valores	139.308	134.722	-3,3

Fuente: Iberclear y CNMV.

41 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).

Diferenciando por tipo de valor, el número de emisiones de deuda registradas en Iberclear a finales de 2019 ascendía a 2.561, por un importe nominal total de 1,5 billones de euros. De ellas, el 79 % corresponde a deuda privada y el resto, a deuda soberana. Sin embargo, atendiendo al importe nominal, el 31 % correspondía a deuda corporativa y el 69 % restante, a emisiones de deuda soberana. Para el resto de valores, el número de emisiones se situaba al finalizar el año en 5.936, con un importe nominal de 134.722 millones de euros.

Se observó un aumento tanto del número de emisiones de deuda soberana como de su importe, debido principalmente al registro de deuda italiana. Por el contrario, en la deuda corporativa se produjo una disminución tanto en el número de las emisiones como en su importe. Para el resto de los valores se produjo un incremento en el número de emisiones y un descenso en su importe nominal.

2.4.1.2 Actividad de liquidación

El número total de operaciones liquidadas en 2019, cuyos datos se recogen en el cuadro 2.4.2, ascendió a 9.334.344, con un efectivo de 21.056.689 millones de euros, lo que supone un incremento del 2 % respecto del año anterior, tanto en número de operaciones como en términos de efectivo, aunque con una distribución muy diferente entre los distintos tipos de activos.

En relación con la renta variable, las operaciones procedentes de ECC experimentaron una disminución del 2,7 % en volumen y del 12,2 % en efectivo. Por su parte, las operaciones bilaterales se incrementaron en número (2,9 %), pero se redujeron en lo que respecta a efectivo (-8,9 %). En conjunto el número de operaciones se incrementó un 1,2 %, si bien el efectivo liquidado se redujo un 10,1 %.

Respecto de la deuda soberana se observó un aumento del 6,1 % en el número de operaciones y del 2,5 % en el efectivo. Destacó el incremento de actividad procedente de ECC (40 % en operaciones y 23 % en efectivo), debido a la mayor actividad relacionada con deuda soberana italiana. Por su parte, las operaciones bilaterales y de plataforma registraron una pequeña disminución en el número de operaciones (-2 %), que fue más acusada en términos de efectivo (-10 %).

En cuanto a la deuda corporativa, la actividad se incrementó notablemente en términos de efectivo (36,3 %) y disminuyó un 16,4 % en lo tocante al número de operaciones.

Sin diferenciar por tipo de valor, en términos de efectivo las operaciones procedentes de ECC se incrementaron casi un 20 %, mientras que el de las operaciones liquidadas procedentes de plataformas, junto con las bilaterales, se redujo un 9,4 %. En cuanto al número de operaciones, tanto las procedentes de ECC como las de plataforma y bilaterales aumentaron en torno a un 2 %.

Iberclear. Operaciones liquidadas ARCO

CUADRO 2.4.2

Importes en millones de euros

	2018		2019	
	N.º operaciones	Efectivo	N.º operaciones	Efectivo
Operaciones provenientes de ECC	2.512.771	7.850.520	2.564.828	9.382.238
Deuda soberana	282.626	7.167.911	394.936	8.783.022
Deuda corporativa	-	-	-	-
Renta variable	2.230.145	682.609	2.169.892	599.216
Operaciones bilaterales y de plataforma	6.652.376	12.884.526	6.769.516	11.674.451
Deuda soberana	1.167.172	11.520.441	1.143.294	10.371.635
Deuda corporativa	85.074	134.177	71.124	182.830
Renta variable	5.400.130	1.229.909	5.555.099	1.119.986
Total	9.165.147	20.735.046	9.334.344	21.056.689

Fuente: Iberclear y CNMV.

Iberclear. Incidencias en la liquidación ARCO

CUADRO 2.4.3

Importes en millones de euros

	2018		2019	
	N.º operaciones	Efectivo	N.º operaciones	Efectivo
Deuda soberana	51.138	761.471	61.654	845.862
Deuda corporativa	5.965	7.590	8.283	11.420
Renta variable	917.761	294.144	832.016	316.825
Total ventas vencidas	974.864	1.063.205	901.863	1.174.106
Recompras y liquidación en efectivo	78	9	178	7

Fuente: Iberclear y CNMV.

Las ratios de eficiencia en la liquidación total mejoraron durante 2019 en cuanto al número de operaciones, situándose en el 9,6 % de ineficiencia, pero empeoraron en términos de efectivo, hasta alcanzar el 5,6 % (10,6 % y 5,1 %, respectivamente, en 2018).

El grupo de valores que mostró una evolución más desfavorable fue el de deuda corporativa, con un 11,6 % de operaciones fallidas (frente al 7 % de 2018) y 6,2 % en términos de efectivo (5,7 % en 2018). Por su parte, las operaciones de deuda soberana siguieron presentando las mejores tasas de eficiencia, ya que el número de operaciones fallidas únicamente representó el 4 % y en términos de efectivo el 3,5 %. Estas ratios se situaron en niveles muy superiores para la renta variable: 10,7 % en número de operaciones y 18 % en efectivo, por lo que mejora 1,26 puntos porcentuales la ineficiencia en las operaciones, pero empeora en 3 puntos porcentuales en efectivo, respecto al año previo.

Adicionalmente se produjo un aumento en el número de operaciones que se resolvieron mediante recompra o liquidación en efectivo, 121 y 57 respectivamente, frente a las 65 y 13 del ejercicio anterior, si bien su importe se redujo un 30 %. El aumento en el número de operaciones se debió principalmente a dos sesiones en las que se produjeron incidencias en dos valores puntuales. De manera similar, el incremento de las operaciones resueltas mediante liquidación en efectivo también fue puntual.

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 2019 el número de miembros de BME Clearing se incrementó en 4, hasta 135. Se dieron de alta 14 nuevas entidades, la mayor parte de ellas nuevas filiales en la Unión Europea de entidades británicas, constituidas como consecuencia del *brexit*, mientras que se dieron de baja 10 entidades.

Por primera vez una misma entidad participa con dos códigos diferentes en el mismo segmento.

Número de miembros en BME Clearing por segmento

CUADRO 2.4.4

Segmento	Compensador			No compensador			Total entidades	Var. 19/18
	General	Individual	Indiv. especial	No compens.	Ordinario	Cuenta propia		
BME Clearing Derivados	9	29	-	12	-	12	62	5
Subsegmento FX	-	5	-	-	-	-	5	5
BME Clearing Energía	6	-	-	-	-	31	37	-
BME Clearing Repo	-	25	-	-	-	-	25	-
BME Clearing Swap	-	9	-	-	-	-	9	1
BME Clearing Renta Variable	8	16	5	-	24	-	53	1
Total entidades¹	19	54	5	12	24	43	135	4
Var. 2019	2	4	0	2	1	-1	4	-

Fuente: BME Clearing y CNMV. (1) 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 Exchange. A lo largo de 2019 se dieron de baja 6 entidades y se incorporaron 11, con lo que el número de miembros se situaba en 62 a finales de año (5 más que en 2018), como se observa en el cuadro 2.4.4.

Con motivo del inicio de actividad de compensación de los contratos FX-rolling negociados en MEFF Exchange, BME Clearing incluyó un subsegmento dentro del de derivados financieros. Actualmente cinco entidades se han dado de alta en él, pero solo una de ellas no era previamente miembro de la ECC.

De acuerdo con lo anterior, el total de miembros activos en el segmento BME Clearing Derivados se incrementó en 6, hasta un total de 63.

2.4.2.2 BME Clearing Energía

Desde el 24 de mayo de 2018, BME Clearing presta servicio de compensación para contratos sobre gas natural (GN) y gas natural licuado (GNL): futuros OTC, operaciones al contado y operaciones de préstamo o depósito. Estos contratos, a diferencia de los contratos sobre electricidad, se liquidan por entrega física, en el punto virtual de balance⁴² (PVB) español en el caso de los contratos de GN o en una planta regasificadora en el caso de los contratos de GNL, por lo que no tienen la consideración de instrumentos financieros.

En abril de 2018 el Consejo de la CNMV aprobó el establecimiento de convenios entre BME Clearing y tres SOC, nuevas figuras autorizadas dentro del marco de MiFID II, para la compensación en la ECC de las operaciones sobre contratos de gas que se ejecutan en ellos. En 2019 la CNMV autorizó el convenio con otros dos SOC. Como en el caso de los miembros, la constitución de estas plataformas en la Unión Europea es consecuencia del *brexit*.

Como se observa en el cuadro 2.4.5, los contratos sobre gas tuvieron muy poca actividad en 2019. Sin embargo, el volumen registrado en productos sobre electricidad representó la cifra más alta en al menos los últimos cinco años, con variaciones interanuales positivas y notables en casi todos los meses. Esta actividad se tradujo también en un incremento de la posición abierta, que a final de año se situaba en 9 TWh⁴³, lo que supone un incremento del 64 % respecto a 2018.

Evolución de la actividad en BME Clearing Energía

CUADRO 2.4.5

Volumen nominal en millones de euros

	2018			2019		
	Electricidad	Gas	Total	Electricidad	Gas	Total
Volumen efectivo	683	35	718	1.402	5	1.407
Número de operaciones	1.894	48	1.942	3.251	48	3.299
TWh	12,3	1,4	13,7	26,4	0,2	26,6

Fuente: CNMV y BME Clearing.

Aunque el número de miembros de este segmento, como se observa en el cuadro 2.4.4, no experimentó variación, durante 2019 se incorporaron 24 nuevos participantes.

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

42 El PVB es el punto de intercambio virtual de la red de transporte donde los usuarios pueden transferir la titularidad del gas como entrada o salida de este.

43 El máximo histórico fueron 12,5 TWh en abril de 2016.

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 2019 se registró un volumen efectivo de 926.203 millones de euros, un 18,5 % menos que en 2018, como se observa en el cuadro 2.4.6.

Evolución de la actividad en BME Clearing Renta Variable

CUADRO 2.4.6

	2018	2019
Volumen efectivo (millones de euros)	1.136.782	926.203
Número de operaciones	88.278.588	74.537.314

Fuente: CNMV y BME Clearing.

A finales de 2019 este segmento contaba con 53 miembros, 1 más que al cierre de 2018, tras producirse 3 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. En 2019, también como consecuencia del *brexit*, se autorizó un convenio, en este caso con un nuevo mercado regulado.

Asimismo, en noviembre del pasado ejercicio se autorizó la modificación de las condiciones generales de este segmento para incluir la compensación de deuda pública de otros países europeos⁴⁴ admitida a negociación en los principales mercados de renta fija de Europa.

Las primeras operaciones con los nuevos subyacentes se registraron en diciembre de 2019, concretamente en repos sobre deuda italiana y portuguesa. Por su parte, la actividad de registro de operaciones procedentes de plataformas supuso un 14 % del nominal total. A pesar de la nueva oferta de BME Clearing, el número de operaciones en este segmento siguió reduciéndose en 2019 (-11,7 %), si bien el nominal registrado se incrementó hasta los 156.769 millones de euros⁴⁵ (un 0,7 % más). A finales de 2019 la posición abierta media de los 10 últimos días, equivalente a la financiación facilitada, se situaba en 13.200 millones de euros, lo que supone un incremento del 60 % respecto a 2018, con un plazo medio financiado de 21 días (26 en 2018).

En este segmento el número de miembros activos era de 25 a finales de año, todos ellos compensadores individuales, sin variación respecto a 2018.

44 Alemania, Francia, Italia, Portugal, Austria y Holanda.

45 182.723 millones de euros en términos de efectivo financiado versus 155.639 millones en 2018 (17 % más).

Evolución de la actividad en BME Clearing Repo

CUADRO 2.4.7

	2018	2019
Volumen nominal (millones de euros)	155.639	156.769
Número de operaciones	2.145	1.894

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.

En 2019 se registraron únicamente 16 operaciones, por un importe nominal inferior a 200 millones de euros (11 operaciones por 147 millones en 2018).

A finales de 2019 en este segmento participaban nueve miembros compensadores (uno más que en 2018), todos ellos compensadores individuales.

Como principal novedad en este segmento cabe señalar que en noviembre de 2019 la CNMV autorizó la modificación de las condiciones generales para incluir contratos referenciados al €STR (*Euro Short-Term Rate*), el nuevo tipo de interés a corto plazo en euros desarrollado por el BCE y que está basado en los datos del mercado monetario recopilados con fines estadísticos por el Eurosistema.

El €STR refleja el tipo de interés al por mayor de los préstamos no garantizados a 1 día en euros de los bancos de la zona del euro. El €STR se publica cada día hábil en TARGET2 y se basa en las transacciones realizadas y liquidadas en el día hábil en TARGET2 precedente (la fecha de reporte T), con una fecha de vencimiento T+1 que se considera ejecutada en condiciones de independencia y, por tanto, refleja las tasas de mercado de una manera no sesgada. En este sentido, el €STR complementa los tipos de referencia existentes producidos por el sector privado.

A partir del 2 de octubre de 2019, el €STR sustituyó al Eonia como índice de referencia *overnight* de la zona del euro, aunque van a coexistir hasta la supresión del Eonia el 31 de diciembre de 2021.

Desde el año 2018, el BCE ha promovido diversos grupos de trabajo en este ámbito, en los que ha participado BME Clearing. La ECC española y las otras ECC integradas en EACH⁴⁶ se han coordinado para la transición a este nuevo índice con el objetivo de evitar distorsiones en el mercado y situaciones indeseadas de arbitraje.

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

Progreso en la implantación del 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 (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, 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, que establece las medidas para prevenir y tratar fallos en la liquidación, tenía prevista su entrada en vigor en septiembre de 2020, pero, en consideración de los cambios tecnológicos necesarios para la aplicación de los nuevos requisitos, se está planteando un retraso de la misma.

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 publicadas hasta la fecha, se pueden destacar las relativas a: i) el proceso para calcular los indicadores con los que determinar las monedas más relevantes en las que tiene lugar la liquidación; ii) el proceso para calcular los indicadores con los que determinar la importancia significativa de un DCV para un Estado miembro de acogida; iii) las directrices relativas a la cooperación entre autoridades, en virtud de los artículos 17 y 23 del CSDR, y iv) la notificación de liquidaciones internalizadas con arreglo al artículo 9 del CSDR. Estas últimas directrices se publicaron el 30 de abril de 2019 en la web de ESMA, habiendo comunicado la CNMV su intención de cumplirlas. Las tres primeras directrices también fueron adoptadas por la CNMV y resultan de aplicación desde 2018.

El pasado 18 de septiembre de 2019, Iberclear fue autorizado por la CNMV como DCV, en aplicación de lo dispuesto en el artículo 17 del CSDR, finalizando así el proceso iniciado en octubre de 2017.

Asimismo, en 2019, tras las autorizaciones de diversos DCV, las autoridades competentes comenzaron a recibir solicitudes para la libre prestación de servicios en virtud del artículo 23 del CSDR.

Entrada en aplicación del reglamento de folletos

RECUADRO 3

El pasado 21 de julio se completó la entrada en aplicación del Reglamento (UE) 2017/1129¹ (en adelante, Reglamento de Folletos o Reglamento), que

sustituyó a la Directiva 2003/71/CE² y que introdujo novedades relevantes en el régimen de folletos relativos a ofertas públicas de valores o admisiones a negociación en mercados regulados.

Principales objetivos y novedades del nuevo Reglamento de Folletos

El principal objetivo del Reglamento es alcanzar una mayor armonización y una aplicación homogénea de la normativa de folletos en los distintos países de la Unión Europea. De igual forma, también incide en la reducción de los requisitos administrativos, que ya se había iniciado con la Directiva 2010/73/UE³, que modificó la Directiva 2003/71/CE, con especial atención a facilitar el acceso a los mercados de capitales para las empresas de reducido tamaño.

Para ello, además de ciertos cambios en los umbrales y ajustes en relación con las excepciones a la obligación de publicar un folleto, el Reglamento incorpora novedades relevantes sobre, entre otros temas, ciertas secciones del folleto, tales como los factores de riesgo y la nota de síntesis, e introduce nuevos tipos de folletos, como el folleto de la Unión de crecimiento, el documento de registro universal y el folleto simplificado para emisiones secundarias. Con el nuevo Reglamento también se trata de clarificar y mejorar las disposiciones relativas a otros temas del régimen de folletos, por ejemplo, la publicación de suplementos, incluidas las normas relativas a la apertura de periodos de revocación de órdenes en favor de los emisores cuando proceda, los requisitos relativos a la publicación del folleto o el régimen sancionador.

Normas de desarrollo del Reglamento de Folletos

Simultáneamente, el pasado 21 de julio entraron también en aplicación el Reglamento Delegado (UE) 2019/980⁴ y el Reglamento Delegado (UE) 2019/979⁵, que contienen la mayor parte de los actos delegados de la Comisión Europea y las normas técnicas de regulación elaboradas por ESMA, respectivamente.

Entre estas normas de desarrollo cabe destacar la revisión completa de los anexos que determinan el contenido mínimo de los folletos, incluida la elaboración de los anexos referidos a los nuevos tipos de folletos mencionados anteriormente, así como la preparación de los anexos que recogen el contenido de la información financiera fundamental que debe incluir la nota de síntesis. También merecen especial mención los procedimientos para la aprobación del folleto y la introducción de normas detalladas relativas al alcance de la revisión de los folletos, con las que se persigue un alto grado de armonización entre las distintas autoridades competentes europeas.

Implementación del Reglamento de Folletos

Aunque el Reglamento de Folletos ya es plenamente aplicable, todavía deben implementarse determinadas normas de desarrollo (por ejemplo, la referida al contenido mínimo de información del documento que debe ponerse a disposición del público cuando se quiera hacer uso de la excepción a la obligación de publicar un folleto para ofertas o admisiones a cotización de valores ofertados en relación con una opa mediante una oferta de canje, una fusión o

una escisión). De igual forma, ESMA irá completando próximamente la actualización de los documentos de preguntas frecuentes (Q&A) sobre folletos y procederá a la transformación de las antiguas recomendaciones sobre folletos en directrices para la aplicación del nuevo Reglamento.

Por último, en relación con el nuevo material de nivel 3 elaborado por ESMA, debe destacarse que ya resultan de aplicación las directrices sobre factores de riesgo, que deben servir para facilitar la implementación del nuevo enfoque que acerca de esta sección tan importante del folleto introduce el nuevo reglamento, con el objetivo de asegurar una mayor comprensibilidad y utilidad de la información que al respecto se incluye en los folletos.

- 1 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.
- 2 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.
- 3 Directiva 2010/73/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por la que se modifican la Directiva 2003/71/CE sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y la Directiva 2004/109/CE sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado.
- 4 Reglamento Delegado (UE) 2019/980 de la Comisión, de 14 de marzo de 2019, por el que se completa el Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta al formato, el contenido, el examen y la aprobación del 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 el Reglamento (CE) n.º 809/2004 de la Comisión.
- 5 Reglamento Delegado (UE) 2019/979 de la Comisión, de 14 de marzo de 2019, por el que se completa el Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación sobre la información financiera fundamental en la nota de síntesis de un folleto, la publicación y clasificación de los folletos, la publicidad de los valores, los suplementos de un folleto y el portal de notificación, y se derogan el Reglamento Delegado (UE) n.º 382/2014 de la Comisión y el Reglamento Delegado (UE) 2016/301 de la Comisión.

3.1 Inversión colectiva

Después de que en 2018 se interrumpiera un crecimiento de seis años consecutivos, en 2019 los fondos de inversión de carácter financiero volvieron a observar un incremento de su patrimonio. Esto fue consecuencia, principalmente, del aumento del valor de la cartera de las inversiones derivado del buen comportamiento de los mercados financieros durante gran parte del año. De forma adicional, se produjeron nuevas entradas de recursos, aunque con valores muy inferiores a los observados en años precedentes (de hecho, en el primer trimestre se registraban reembolsos netos). Así como en ejercicios previos las fórmulas consideradas arriesgadas aumentaron de forma clara su peso relativo, en 2019 no hubo una tendencia obvia: a pesar de la expansión de algunos fondos de este tipo, como los de renta variable internacional, también crecieron con fuerza los de renta fija, considerados conservadores.

Como ya sucediera en los dos ejercicios anteriores, las sociedades de inversión de capital variable (SICAV) experimentaron una reducción en el número de entidades. Mientras que en 2017 la mayoría de las bajas fueron consecuencia de absorciones por parte de otras instituciones de inversión colectiva (IIC), tanto en 2018 como en 2019 estas tan solo explicaron un porcentaje relativamente pequeño del total (que en 2019 fue del 15 % aproximadamente).

En 2019 continuó la expansión del patrimonio y de la cuota de mercado de las IIC extranjeras comercializadas en España, que a finales de año ya suponían más de un tercio del total de las IIC comercializadas en nuestro país.

3.1.1 Fondos de inversión (FI)

El patrimonio de los fondos de inversión españoles (FI), que había retrocedido en los últimos meses de 2018, volvió a crecer con fuerza durante 2019, con un avance acumulado en el año del 7,8 %, hasta alcanzar los 279.377 millones de euros. Prácticamente el 90 % de este incremento se debió a los rendimientos positivos de la cartera de los FI, que fueron de algo más de 18.000 millones de euros, mientras que el resto tuvo su origen en las suscripciones de participaciones (en términos netos), que ascendieron a 2.467 millones. Si se analizan los datos trimestralmente, se puede observar que la mayor parte de la revalorización de la cartera de los FI se produjo en el primer trimestre del año, con más del 50 % del total anual, mientras que las suscripciones netas, que en el primer trimestre todavía fueron negativas, fueron creciendo paulatinamente hasta superar los 2.000 millones de euros en los últimos tres meses del ejercicio.

Como se aprecia en el anexo estadístico II.1, las categorías de fondos que registraron un mayor crecimiento patrimonial fueron, por este orden, la de fondos de renta fija (11.694 millones de euros más que en 2018, lo que supone una tasa de variación del 17,5 %), la de renta variable internacional (9.674 millones más, 39,6 %) y la de renta

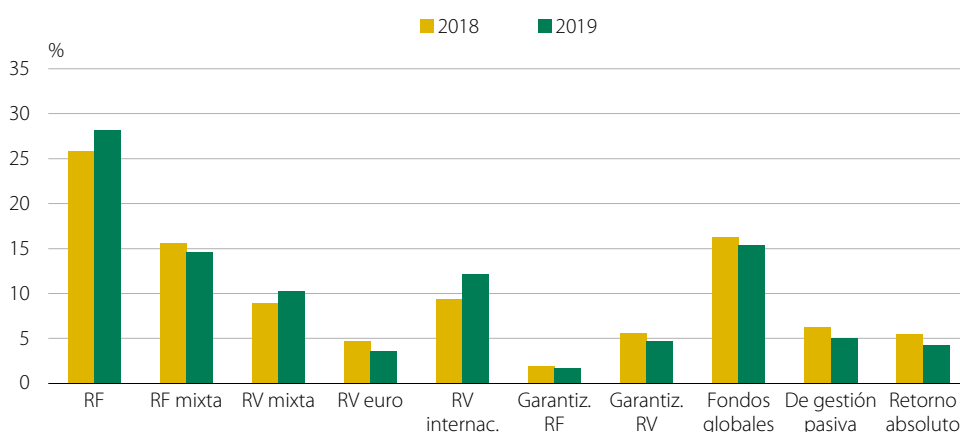
variable mixta (5.520 millones más, 23,7 %). Cabe mencionar además que, si bien en el caso de las dos últimas vocaciones el avance patrimonial se debió prácticamente a partes iguales a la revalorización de la cartera y a las suscripciones de nuevas participaciones, en el caso de los fondos de renta fija el aumento fue consecuencia casi exclusiva de nuevas suscripciones. Muy por detrás se situaron los fondos globales y los fondos de renta fija mixta, con aumentos de 905 y 349 millones de euros, respectivamente. En ambos casos las suscripciones netas realizadas durante el año tuvieron un signo negativo.

En relación con los retrocesos patrimoniales, el más importante se produjo en los fondos de retorno absoluto, con una contracción de 2.354 millones de euros, un 16,6 % menos que a finales de 2018, seguidos de cerca por los fondos de gestión pasiva (-2.065 millones de euros, un 12,8 % menos) y los fondos de renta variable euro (-2.033 millones, -16,7 %). Hay que mencionar que en los tres casos también se había registrado un retroceso del patrimonio en 2018, sobre todo en las dos primeras vocaciones. También experimentaron reducciones patrimoniales, aunque de menor cuantía, los fondos garantizados, tanto de renta variable como de renta fija, con unos descensos de 1.327 y 78 millones de euros, respectivamente. Es importante recordar que, en el caso de los fondos garantizados de renta fija, aunque su comportamiento no fue especialmente negativo en 2019, llevan experimentando importantes salidas de recursos desde 2013, con una reducción patrimonial acumulada desde entonces de más del 85 %.

A diferencia de lo que venía sucediendo desde 2013, periodo en el que las variaciones patrimoniales se traducían en un descenso del peso relativo de las fórmulas más conservadoras (fondos de renta fija y fondos garantizados de renta fija y renta variable), en 2019 los movimientos de los partícipes no han ido en una dirección tan clara. Si bien es cierto que los fondos de renta variable internacional han registrado suscripciones netas positivas de más de 4.000 millones de euros (una vocación de las consideradas más arriesgadas), los fondos de renta fija han sido los que han recibido mayores recursos durante el año. Esto parece indicar que una parte de los inversores se decanta por los fondos de renta variable en su búsqueda de rentabilidad en el entorno de tipos reducidos en el que nos encontramos, mientras que otra parte de ellos, más aversos al riesgo, se vieron influidos por el mal comportamiento de los mercados en 2018 y optaron por fórmulas más seguras, en principio, como la renta fija (véase gráfico 3.1.1).

Fondos de inversión: Distribución del patrimonio

GRÁFICO 3.1.1



Fuente: CNMV.

Con estos movimientos, se puede decir que la inversión en FI tendió a polarizarse ligeramente durante 2019: tanto el peso de las categorías más conservadoras como el de las más arriesgadas se incrementó a lo largo del año, con una importancia relativa del 34,6 % de las primeras (33,3 % en 2018) y del 31,2 % para las segundas (30,4 % en el año anterior).

La rentabilidad agregada de los FI en el conjunto del ejercicio fue del 7,1 %, impulsada por la importante revalorización de las carteras durante el primer trimestre del año (3,85 %). Todas las categorías de fondos, sin excepción, mostraron un rendimiento anual positivo. En línea con la tendencia alcista de las cotizaciones bursátiles, los fondos más rentables fueron los de renta variable internacional y renta variable euro, con un rendimiento del 22,2 % y del 14,3 %, respectivamente, en 2019 (11,9 % y 8,2 % en el primer trimestre). Los fondos de renta fija, en cambio, fueron los que registraron el menor rendimiento en términos anuales, que se situó en el 1,4 %.

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión¹

CUADRO 3.1.1

Importes en millones de euros

	2018	%	2019	%	% var. 19/18
Patrimonio	259.095	100,0	279.377	100,0	7,8
Cartera de inversiones financieras	241.016	93,0	256.751	91,9	6,5
Cartera interior	74.486	28,7	66.520	23,8	-10,7
Valores representativos de deuda	50.538	19,5	44.638	16	-11,7
Instrumentos de patrimonio	10.868	4,2	9.048	3,2	-16,7
Instituciones de inversión colectiva	6.985	2,7	8.582	3,1	22,9
Depósitos en EE. CC.	5.855	2,3	4.005	1,4	-31,6
Derivados	235	0,1	243	0,1	3,4
Otros	5	0,0	5	0,0	0,0
Cartera exterior	166.522	64,3	190.224	68,1	14,2
Valores representativos de deuda	74.079	28,6	83.818	30,0	13,1
Instrumentos de patrimonio	26.661	10,3	33.116	11,9	24,2
Instituciones de inversión colectiva	65.624	25,3	73.054	26,1	11,3
Depósitos en EE. CC.	21	0,0	4	0,0	-81,0
Derivados	136	0,1	231	0,1	69,9
Otros	1	0,0	1	0,0	0,0
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	8	0,0	6	0,0	-25,0
Tesorería	16.897	6,5	21.735	7,8	28,6
Neto deudores/acreedores	1.182	0,5	892	0,3	-24,5

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 2019 en favor de la cartera exterior, cuyo peso relativo se situó en el 68,1 % del patrimonio total al cierre del ejercicio, 4 puntos porcentuales (p.p.) más que en 2018, superando los 190.000 millones de euros. La cartera interior, por su parte, redujo su importancia, tanto en términos absolutos como relativos, hasta los 66.520 millones de euros (casi 8.000 millones menos que en 2018), un 23,8 % del total. A pesar de estos resultados, hay que tener en cuenta que dentro de la cartera exterior se incluyen todos los valores que han sido adquiridos en mercados no nacionales, con independencia del origen de las entidades emisoras. Teniendo en cuenta

el importante incremento de emisiones de empresas españolas, especialmente de renta fija privada, en mercados extranjeros (véase capítulo 2.1 del presente informe), es muy posible que parte del incremento observado en la cartera exterior provenga de la adquisición de valores nacionales en mercados foráneos.

El incremento de la inversión por parte de los FI en activos internacionales se repartió de una forma bastante equitativa entre las distintas tipologías de activos. Así, la inversión directa en renta variable internacional de nuestros fondos se incrementó en 6.455 millones de euros (lo que supone un aumento del 24,2 %, hasta superar los 33.116 millones), la inversión en otras IIC lo hizo en 7.430 millones (+11,3 %, hasta los 73.054 millones) y la correspondiente a activos de renta fija aumentó en 9.736 millones (+13,1 % hasta los 83.818 millones). Cabe destacar, en relación con la cartera interior, que de estas 3 categorías de activos, la única que se incrementó fue la de inversión en IIC españolas, que ascendía al cierre de 2019 a 8.582 millones, tras haber avanzado un 22,9 %. Aun así, esta cifra queda todavía muy lejos de su equivalente en la cartera exterior.

Las sociedades gestoras continuaron con el proceso de racionalización de la oferta de fondos aunque, como viene sucediendo desde hace 2 años, a un ritmo mucho menor que en el periodo entre 2012 y 2016, cuando el descenso acumulado en el número de fondos fue superior a 450. De esta forma, durante el ejercicio, se produjeron 120 bajas de FI y 98 altas, lo que hizo que el número de vehículos finalizara el año en 1.595 (véase cuadro 3.1.2). Un total de 114 bajas fueron consecuencia de absorciones por parte de otros FI. Esta reducción en el número de vehículos, unida a su incremento patrimonial, dio lugar a un aumento del patrimonio medio por fondo durante el ejercicio, que pasó de 160,2 millones de euros en 2018 a 175,2 millones en 2019.

Altas y bajas en el registro de entidades en 2018

CUADRO 3.1.2

Tipo de entidad	Entidades registradas a	Altas	Bajas	Entidades registradas a
	31/12/18			31/12/19
Total IIC de carácter financiero	4.386	117	270	4.233
Fondos de inversión	1.617	98	120	1.595
Sociedades de inversión	2.713	3	147	2.569
IIC de IIC de inversión libre	7	0	0	7
IIC de inversión libre	49	16	3	62
Total IIC inmobiliarias	7	0	2	5
Fondos de inversión inmobiliaria	3	0	1	2
Sociedades de inversión inmobiliaria	4	0	1	3
Total IIC extranjeras comercializadas en España	1.024	117	108	1.033
Fondos extranjeros	429	54	84	399
Sociedades extranjeras	595	63	24	634
SGIC	119	7	3	123
Depositarios	37	0	1	36

Fuente: CNMV.

El número de partícipes, en línea con lo ocurrido con el patrimonio, se incrementó un 4,6 % a lo largo de 2019, hasta alcanzar los 11,7 millones (véase anexo estadístico II.1), correspondiendo prácticamente la totalidad de este avance al último trimestre

del año. Por categorías, los fondos de renta fija fueron los que experimentaron el mayor avance, con 958.777 partícipes más, seguidos por los fondos de renta variable internacional, con un incremento de 429.757. Por el contrario, en los fondos de retorno absoluto se produjo la mayor reducción de partícipes, en concreto 284.599 menos que al cierre de 2018, mientras que en los fondos de renta variable euro este descenso fue de 232.214. El 98,3 % de los partícipes de los FI eran personas físicas, un porcentaje muy similar al de 2018, cuando concentraban el 82,8 % del patrimonio total, 5 décimas por debajo de la cifra del ejercicio anterior.

3.1.2 Sociedades de inversión de capital variable (SICAV)

Como en los últimos 4 años, el número de SICAV registradas en la CNMV se redujo en 2019 y finalizó el año con un total de 2.569 vehículos frente a los 2.713 del cierre de 2018. Esto fue consecuencia del elevado número de bajas, concretamente de 147, y de haberse producido tan solo 3 altas. Este descenso se vio reflejado también en el número de accionistas, que retrocedió un 3,8 %, hasta alcanzar los 400.359. Prácticamente todas las SICAV, más del 99 %, cotizaban en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB).

A pesar del menor número de instituciones, el patrimonio de las SICAV experimentó un avance del 3,4 %, hasta los 28.793 millones de euros, cuyo origen fue la revalorización de su cartera, especialmente los activos de renta variable, gracias al buen comportamiento de los mercados durante el año. Como consecuencia de estos movimientos, el patrimonio medio por SICAV se incrementó desde los 10,3 millones de euros a finales de 2018 hasta los 11,2 millones en 2019, mientras que el patrimonio medio por accionista lo hizo desde los 66.909 euros hasta los 71.917.

Este tipo de sociedades ha jugado un papel muy relevante desde la perspectiva del desarrollo y sofisticación de los servicios de inversión en España y contribuye a que exista un número importante de profesionales con experiencia de alto nivel en las diversas facetas de la gestión de patrimonios. Además, contribuyen a la inversión en valores españoles, dado que una parte significativa de su cartera (el 18 % en 2019) está invertida en estos valores. No obstante, la evolución negativa del número de entidades que pertenecen a este subsector de la inversión colectiva desde 2016 refleja, en parte, la existencia de un cierto nivel de incertidumbre acerca de posibles cambios regulatorios que pudieran afectarlo. Así, desde entonces se ha reducido el número de vehículos en más de un 20 %, siendo 2017 el año en que se produjo el mayor descenso, con 406 SICAV menos que el ejercicio anterior.

En relación con la distribución del patrimonio de estos vehículos, en el cuadro 3.1.3 se puede observar que durante 2019 el aumento del patrimonio tuvo su reflejo en el valor de la cartera de inversiones financieras, que se incrementó un 4,4 %, hasta alcanzar prácticamente los 26.000 millones de euros. Sin embargo, la tesorería experimentó un ligero retroceso del 2,6 %, hasta situarse en 2.660 millones de euros. El peso relativo de la cartera exterior dentro de la cartera total, como venía sucediendo en los últimos años, aumentó 3 p.p. a lo largo del año, con lo que se situaba en el 82 % al cierre del ejercicio (74,1 % del patrimonio total). Entre las diferentes categorías de inversión extranjera cabe destacar el incremento de la importancia relativa de la inversión en otras IIC, que pasó a representar un 49,4 % de la cartera exterior (48,3 % en 2018), mientras que las acciones y otros instrumentos de patrimonio, a pesar de un ligero aumento en términos absolutos, disminuyeron su peso del 30,2 % al 28,7 % de la inversión extranjera.

Distribución del patrimonio de las sociedades de inversión¹

CUADRO 3.1.3

Importes en millones de euros

	2018	%	2019	%	% var. 19/18
Patrimonio	27.836	100,0	28.793	100,0	3,4
Cartera de inversiones financieras	24.841	89,2	25.940	90,1	4,4
Cartera interior	5.031	18,1	4.588	15,9	-8,8
Valores representativos de deuda	1.434	5,2	1.217	4,2	-15,1
Instrumentos de patrimonio	2.194	7,9	1.983	6,9	-9,6
Instituciones de inversión colectiva	1.194	4,3	1.232	4,3	3,2
Depósitos en EE. CC.	164	0,6	99	0,3	-39,6
Derivados	-0,2	0,0	0,8	0,0	-
Otros	46,2	0,2	56,8	0,2	22,9
Cartera exterior	19.804	71,1	21.348	74,1	7,8
Valores representativos de deuda	4.242	15,2	4.618	16,0	8,9
Instrumentos de patrimonio	5.979	21,5	6.134	21,3	2,6
Instituciones de inversión colectiva	9.541	34,3	10.549	36,6	10,6
Depósitos en EE. CC.	0,0	0,0	1,1	0,0	-
Derivados	27,6	0,1	34,1	0,1	23,6
Otros	14,5	0,1	12,5	0,0	-13,8
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	5,6	0,0	3,8	0,0	-32,1
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Inmovilizado material	0,5	0,0	0,5	0,0	0,0
Tesorería	2.731,9	9,8	2.659,8	9,2	-2,6
Neto deudores/acreedores	262,6	0,9	192,1	0,7	-26,8
Pro memoria: n.º accionistas	416.029	-	400.359	-	0,0

Fuente: CNMV. (1) Intereses incluidos en cada epígrafe.

Por su parte, la cartera experimentó un descenso tanto de su peso relativo como de su valor en términos absolutos, ya que pasó de poco más de 5.000 millones de euros y un porcentaje del 20,3 % de la cartera en 2018 a 4.588 millones y un peso del 17,7 % en 2019. Los cambios en la distribución entre los distintos instrumentos fueron similares a los de la cartera exterior, con un incremento del 23,7 % al 26,9 % de la importancia relativa de la inversión en otras IIC. En cambio, a diferencia de las inversiones en el exterior, el mayor descenso se produjo en los instrumentos de deuda, que fue algo superior a los 200 millones de euros (lo que dio lugar a una disminución de su importancia dentro de la cartera interior de 2 p.p., hasta el 26,5 %). En todo caso, merece la pena destacar que los porcentajes de inversión en renta variable nacional y en IIC españolas de las SICAV continúan siendo superiores a los de los FI (6,9 % y 4,3 % frente a 3,2 % y 3,1 %, 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, después de haberse mantenido prácticamente estable en 2018, volvió a crecer con intensidad en 2019, con un incremento del 24,4 %, hasta situarse a finales de diciembre en 3.398 millones de euros. Tanto en el caso de las IIC de inversión libre como de las IIC de IIC de inversión libre, el aumento fue similar, concretamente del 25,2 % para las primeras, hasta los 2.832,4 millones de euros, y del 20,7 % para las segundas, hasta los 565,9 millones.

Al cierre del ejercicio, los vehículos constituidos como fondos concentraban el 82 % del total del segmento, cifra muy similar a la de finales de 2018. Los fondos de IIC de inversión libre continuaron siendo los de menor importancia en términos patrimoniales, con un peso respecto al total de fondos del 12 % (9,1 % en el ejercicio anterior). Las fórmulas societarias, por su parte, suponían en su conjunto el 18 % restante.

La evolución de la rentabilidad de la cartera estuvo en línea con el comportamiento de los mercados a lo largo del año, especialmente los de renta variable, y fue positiva para todas las categorías: mientras que las IIC de inversión libre registraban un rendimiento anual de la cartera del 10,4 %, las IIC de IIC de inversión libre mostraban una rentabilidad del 5,1 %. Al igual que en los FI, el mayor rendimiento se produjo en el primer trimestre del año.

En línea con el avance patrimonial, el número total de partícipes y accionistas de estos vehículos creció de forma sustancial, con 3.159 más que al cierre de 2018, por lo que a finales de diciembre había un total de 10.407. Este movimiento se debió casi en exclusiva a las IIC de inversión libre, segmento en el que el número de partícipes aumentó un 69,8 %, hasta los 7.548. En el caso de las IIC de IIC de inversión libre el incremento fue muy leve, con tan solo 55 partícipes o accionistas más, y finalizó el año con 2.859 partícipes.

Por otra parte, el número de vehículos de inversión libre registrados en la CNMV en diciembre de 2019 ascendía a 70, 13 más que al cierre del año anterior. Como se observa en el cuadro 3.1.2, este incremento se produjo únicamente en el segmento de las IIC de inversión libre, donde hubo 16 altas y 3 bajas, por lo que el año cerró con 63 instituciones. En el caso de las IIC de IIC de inversión libre no se produjo ningún movimiento en el registro de la CNMV.

La intermediación financiera no bancaria en España¹

RECUADRO 4

La CNMV hizo público en diciembre el informe sobre la intermediación financiera no bancaria (IFNB) en España, que representa una actualización y un complemento al primer análisis de las entidades que forman parte de esta y que se publicó en el *Boletín de la CNMV* del primer trimestre de 2019¹. Esta actualización, que se realizará con periodicidad semestral, trata de ilustrar las tendencias más recientes de la IFNB en cuanto a las principales magnitudes, así como a la evaluación de sus riesgos más importantes.

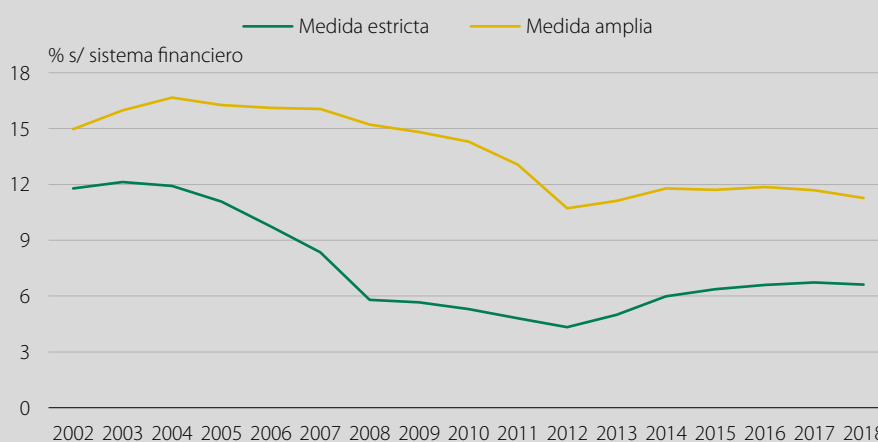
Siguiendo la metodología del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), que determinó cinco funciones económicas para identificar las entidades

pertenecientes a la IFNB basándose en la actividad que desarrollan (no tanto por su forma legal²), en España pertenecen a ella los fondos de renta fija, los fondos mixtos, los fondos monetarios, los fondos de inversión libre y las SICAV (función económica 1, EF1); los establecimientos financieros de crédito (función económica 2, EF2); las sociedades de valores (función económica 3, EF3); las sociedades de garantía recíproca y las plataformas de financiación participativa (función económica 4, EF4), y los vehículos de propósito especial (SFV, por sus siglas en inglés) cuyo objeto es la titulización de activos (función económica 5, EF5³).

Así, de acuerdo con la información disponible, los activos relacionados con la IFNB en España al cierre de 2018 (bajo la definición más amplia) se situaron en 504.000 millones de euros, lo que supone una contracción del 5,3 % respecto a 2017. Este descenso se explica tanto por la disminución del saldo vivo de las titulizaciones como por el retroceso del patrimonio de los fondos de inversión, cuyos activos se vieron afectados por las turbulencias de finales de 2018, y por el aumento de los reembolsos de los partícipes. Si se excluyen del análisis los activos de las entidades que consolidan en grupos bancarios, se obtiene la denominada medida estrecha (*narrow measure*) de la IFNB, que en España se situó en 296.000 millones de euros, un 6,7 % del sistema financiero español.

Peso relativo de la IFNB

GRÁFICO R4.1



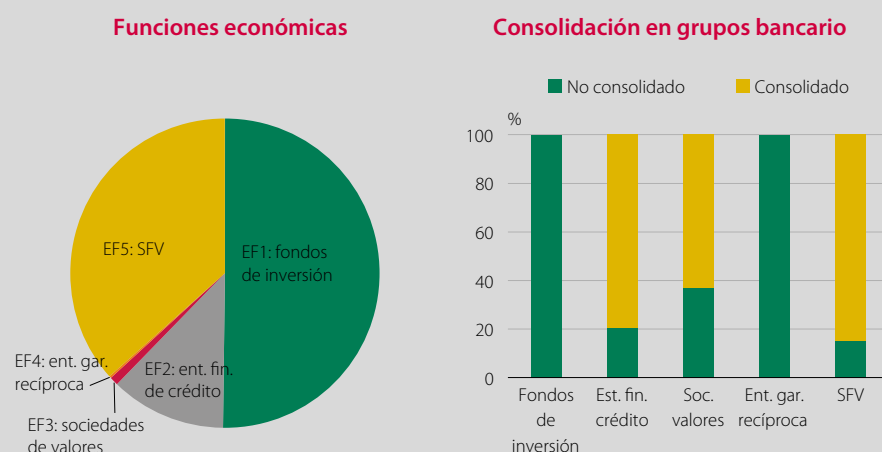
Fuente: CNMV y Banco de España.

Atendiendo al comportamiento histórico de estas actividades, la expansión de la IFNB hasta 2007 fue elevada y sostenida: entre 2002 y 2007 el crecimiento acumulado fue del 66,3 % atendiendo a la definición estricta y del 151,9 % si se tiene en cuenta la definición más amplia. A partir de entonces, con el inicio de la crisis, los activos gestionados por las entidades pertenecientes a la IFNB comenzaron a disminuir, especialmente en 2008, para recuperarse de una forma suave a partir de 2013. Cabe mencionar que, a pesar del crecimiento de los activos de la IFNB en los años anteriores a la crisis, en términos relativos, como fracción del sistema financiero en su conjunto, estas actividades perdieron peso de forma sustancial, por lo que se deduce que el aumento de la IFNB fue menor que el registrado por el sistema financiero en su totalidad, especialmente por parte de los bancos (véase gráfico R4.1).

En cuanto a la distribución entre las distintas tipologías de entidades, las pertenecientes a la EF1 (ciertas clases de fondos de inversión) y EF5 (vehículos para la titulización) son las que representan un mayor porcentaje del total, con un 50,2 % y un 36,6 %, respectivamente (véase panel izquierdo del gráfico R4.2). En el caso de la EF1, a pesar de haberse reducido su dimensión en términos absolutos, su importancia relativa en 2018 se incrementó 8 décimas, mientras que el peso de la EF5, con una caída de sus activos financieros totales, disminuyó un 2,3 %. Por detrás de estos dos subsectores, se sitúan los establecimientos financieros de crédito (EF2), con un 12,1 % del total y, a mucha distancia, los correspondientes a las EF3 y EF4. Descontando las entidades que consolidan en grupos bancarios, estos valores cambian de forma significativa. Por un lado, los fondos de inversión —en los que no existe consolidación— ganan peso, hasta alcanzar el 85,5 % del total, mientras que el peso de los vehículos de titulización y los establecimientos financieros de crédito, con una fracción muy elevada del total del sector que consolida en bancos (véase panel derecho del gráfico R4.2), desciende hasta el 9,4 % y el 4,2 % de la IFNB, respectivamente.

Distribución de la IFNB. 2018

GRÁFICO R4.2



Fuente: CNMV y Banco de España.

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 más importantes (los fondos de inversión⁴, los establecimientos financieros de crédito, las sociedades de valores y los SFV⁵).

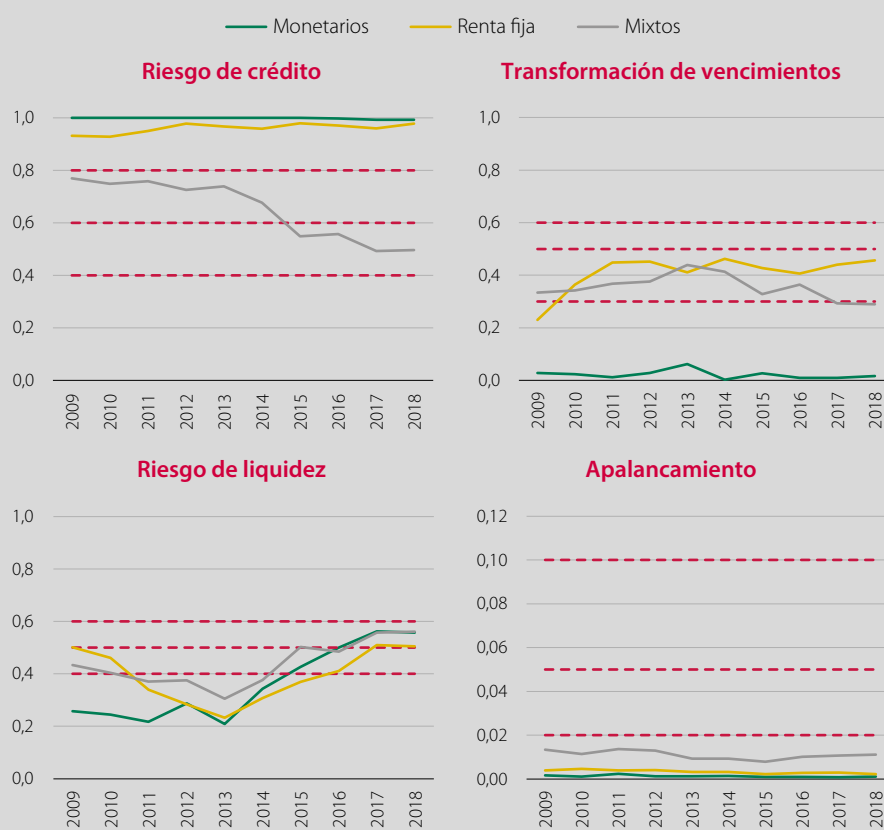
Como se puede observar en el gráfico R4.3, los riesgos más importantes asociados a los fondos de inversión españoles no son demasiado elevados, a excepción del riesgo de crédito, ya que, por la propia naturaleza de estos fondos, muestran un porcentaje considerable de activos crediticios en sus carteras. Como cabría esperar, los fondos monetarios eran los que, a finales de 2018, poseían un porcentaje mayor, con prácticamente el 100 %, seguidos por los fondos de renta fija, cuyos activos crediticios se situaban en un 98 %. En los fondos mixtos, por su parte, esta cifra era al cierre del ejercicio anterior del 50 %, porcentaje que ha ido descendiendo de forma paulatina desde 2009,

cuando se situaba cerca del 80 %. Por otra parte, en relación con el riesgo de transformación de vencimientos tan solo los fondos de renta fija tienen un riesgo moderado, con una proporción de activos a largo plazo del 46 %.

El análisis de liquidez refleja que los activos poco líquidos⁶ se sitúan en un nivel medio en las tres vocaciones, entre el 50 % y el 60 %, habiendo aumentado en todos los casos de forma continua desde 2013⁷. Por otra parte, el nivel de apalancamiento *directo* (obligaciones a corto y largo plazo en relación con el patrimonio total) de los fondos analizados —que viene limitado en la legislación española que establece que las IIC mobiliarias (a excepción de la inversión libre) únicamente pueden endeudarse de forma transitoria y por motivos excepcionales— en ningún caso, ni de forma individual, superaba el 2 %. Las IIC, no obstante, también pueden apalancarse mediante el uso de derivados. La información disponible en la CNMV no apunta a la existencia de vulnerabilidades relevantes en los riesgos que puede generar esta operativa, que son esencialmente el riesgo de contraparte y el de mercado⁸.

Evolución de los riesgos en los fondos de inversión

GRÁFICO R4.3



Fuente: CNMV y Banco de España.

En los fondos de titulización, el riesgo más relevante y del que debe realizarse un seguimiento más exhaustivo es el riesgo de transformación de vencimientos (ratio entre pasivos y activos a corto plazo), cuyo indicador ha oscilado entre el 62 % y el 73 % en los últimos 9 años (70 % en 2018). Esto indica que existe un grado moderado de asimetría en los vencimientos de los pasivos en relación con los activos, aunque, en términos individuales, en un 14 % de los vehículos esta ratio superaba el 100 %.

En los establecimientos financieros de crédito, el nivel de riesgo de crédito es elevado como consecuencia de la composición de su balance (más del 90 % de sus activos son créditos concedidos), mientras que también lo es el riesgo de liquidez. En cambio, el riesgo de transformación de vencimientos se ha mantenido históricamente en niveles inferiores al 25 %. En el caso de las sociedades de valores, también se observa que al cierre de 2018 el riesgo de crédito era alto (alrededor del 90 %) después de haber ido aumentando paulatinamente desde 2012, mientras que el resto de riesgos se situaron en niveles bajos o moderados.

- 1 Véase Ispierto, A. (2019). «Intermediación financiera no bancaria en España». *Boletín de la CNMV*, Trimestre I, pp. 79-122
- 2 Véase FSB (2013). *Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*.
- 3 En la actualidad se está debatiendo también la inclusión en la IFNB de los vehículos que llevan a cabo el llamado *direct lending* (préstamos o créditos que se están concediendo a empresas, generalmente de tamaño mediano o pequeño, por parte, sobre todo, de vehículos de inversión colectiva de tipo cerrado). A finales de 2018 había un total de 31 entidades de este tipo registradas con un patrimonio agregado todavía muy reducido (cerca de los 370 millones de euros), aunque es previsible un incremento importante, sobre todo derivado de la creación de dos fondos de este tipo que están llevando a cabo sendas entidades financieras españolas de gran tamaño.
- 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 %.
- 6 Los activos poco líquidos son el resultado de sustraer al total de activos financieros los activos líquidos, que se ha considerado que son los depósitos, la deuda pública, las emisiones avaladas, los repos y el 50 % del valor de la cartera de renta variable.
- 7 Hay que mencionar, no obstante, que en un análisis más detallado de los activos de renta fija privada de los FI (considerados como poco líquidos), en el que se tiene en cuenta su vencimiento y la disponibilidad de cotizaciones, se pone de manifiesto que, entre ellos, tan solo alrededor de un 7 % pueden considerarse realmente ilíquidos, mientras que esta cifra llegó a alcanzar el 30 % en 2009.
- 8 En el caso del riesgo de mercado, la información de las UCITS y cuasi-UCITS que utilizan la metodología del compromiso, que suponen un 98,8 % del patrimonio total del sector, revela que el nivel de exposición medio al riesgo de mercado se situaba alrededor del 26 % del patrimonio, cifra muy inferior al límite del 100 % que permite la legislación vigente.

3.1.4 IIC inmobiliarias

Las IIC inmobiliarias han experimentado una contracción continua e incesante tanto del patrimonio gestionado como del número de partícipes, desde los momentos en que la crisis financiera fue más aguda en España. Como consecuencia de esta evolución, este subsector tiene en la actualidad un peso ínfimo dentro de la inversión colectiva, con una gestión de poco más de 1.000 millones de euros, habiendo llegado a gestionar más de 9.500 millones a mediados del año 2007. A la propia evolución desfavorable del sector inmobiliario durante varios ejercicios se unió, hace algunos años, la aparición de las sociedades cotizadas anónimas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMI) —adaptación española a la figura de los vehículos de inversiones inmobiliarias (REIT) existentes en otros países¹—, que han ido acaparando el negocio relacionado con el sector inmobiliario.

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

En 2019 no se produjeron apenas movimientos en el registro de IIC inmobiliarias de la CNMV, con tan solo una baja de una sociedad de inversión inmobiliaria (SII). De esta forma, el número de entidades a final de año era de cinco: dos fondos de inversión inmobiliaria (FII) y tres sociedades de inversión inmobiliaria (SII). Cabe mencionar, no obstante, que los dos FII que todavía permanecen operativos informaron a la CNMV en 2011 y 2015 de que estaban en proceso de liquidación.

En relación con los 2 FII existentes, a lo largo de 2019 no se ha producido ningún cambio en las principales magnitudes, por lo que continúa habiendo 483 partícipes y un patrimonio gestionado por estos vehículos de 309,4 millones de euros. La rentabilidad de estos fondos, que en 2018 —por primera vez desde que comenzó la crisis— dejó el terreno negativo (0,24 %), volvió a serlo en 2019, con un valor, eso sí, prácticamente nulo, del -0,02 % anual.

Con la baja de la SII anteriormente mencionada, que tuvo lugar en el último trimestre del año, se interrumpen dos años en los que no se habían producido movimientos en el registro de estas entidades. A causa de esta baja, el número de accionistas se redujo en 106, hasta finalizar el ejercicio con 316. El patrimonio total, en cambio, se incrementó un 2,0 %, hasta situarse en 763,5 millones de euros, debido al aumento patrimonial de una sociedad a lo largo del último trimestre del año.

3.1.5 IIC extranjeras comercializadas en España

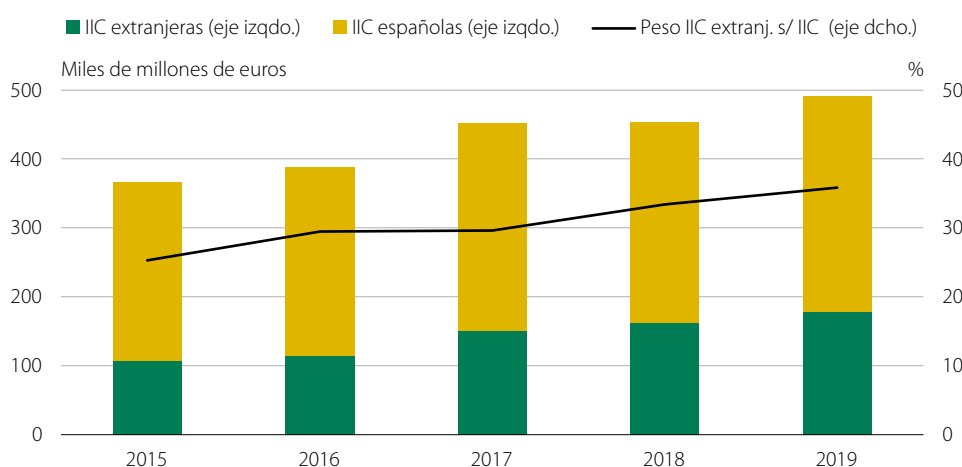
Como se puede observar en el gráfico 3.1.2, el volumen de inversión de las IIC extranjeras comercializadas en España ha experimentado un importante y continuo avance durante los últimos años, como lo demuestra, por ejemplo, el hecho de que desde mediados de 2012 hasta finales de 2017 la cifra se quintuplicase. Siguiendo esta tendencia, a lo largo del ejercicio pasado la inversión volvió a crecer de forma significativa, hasta situarse en los 178.842 millones de euros a finales de año, un 10,2 % por encima del dato de 2018.

En línea con la tendencia de los últimos años, el número de IIC extranjeras registradas en la CNMV aumentó durante 2019, con un ascenso de 9 entidades, por lo que al cierre del ejercicio había un total de 1.033 vehículos de este tipo (399 fondos y 634 sociedades). Como ya sucedió en 2018, 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 30. La mayor parte de las altas correspondió a vehículos procedentes de Luxemburgo e Irlanda, con 15 y 20 más, respectivamente. Por el contrario, el número de vehículos franceses descendió con fuerza en 2019, con 41 vehículos menos que en 2018, año en el que ya habían experimentado una reducción de 29 (véase anexo estadístico II.5).

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 5 millones de euros y cotizar en un mercado regulado o sistema multilateral de negociación como el MAB.

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. 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 de 2018 y 2019 podrían no ser del todo comparables con la información publicada hasta diciembre de 2017.

3.1.6 Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC)

A finales de 2019 había un total de 119 sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) registradas en la CNMV, 4 más que al cierre de 2018, tras haberse producido 7 altas y 3 bajas (para mayor detalle, véase anexo estadístico II.6). Esta tendencia prolonga la expansión que comenzó en 2014, aunque se observa un ritmo de avance menor. El patrimonio gestionado por estas entidades se incrementó un 7,5 %, hasta situarse ligeramente por encima de los 312.000 millones de euros, en línea con la tendencia general del sector. Este aumento fue consecuencia en gran medida del comportamiento positivo de los fondos de inversión mobiliarios nacionales, que representan el 89 % del patrimonio total gestionado, con un incremento del 8,0 %, seguido por las IIC extranjeras, con un patrimonio gestionado por sociedades gestoras españolas de alrededor de 15.600 millones de euros, un 5,4 % más que en 2018. Además, el sector continuó mostrando una elevada concentración: las 3 mayores gestoras mantenían, a finales de 2019, una cuota conjunta del 42 % del patrimonio total, un dato muy similar al del cierre de 2018.

A pesar de las cifras positivas en relación con el patrimonio gestionado por estas instituciones, sus beneficios agregados antes de impuestos se contrajeron un 13,1 % con respecto a 2018, hasta los 969,3 millones de euros. Este descenso se explica por la reducción de las comisiones netas, que representan más del 98 % del margen bruto de las SGIIC. Pese a que las comisiones satisfechas disminuyeron un 3,0 %, hasta los 1.442 millones de euros, este hecho no compensó la contracción de las comisiones percibidas, que bajaron un 6,0 % y se situaron ligeramente por debajo de los 2.000 millones de euros. Este último porcentaje, relativamente elevado, es consecuencia directa del significativo descenso de las comisiones incluidas en el epígrafe «Otras», concretamente las referidas a la gestión de carteras, que fueron las que aumentaron de forma puntual en 2018 a causa de la operativa extraordinaria de una entidad. De hecho, si se excluye esta entidad del análisis, el beneficio agregado antes de impuestos del sector habría crecido un 2,3 % y las comisiones netas, un 5,6 %.

Por otra parte, las comisiones de gestión de IIC —que son, con diferencia, las más cuantiosas, con alrededor del 82 % del total de las comisiones percibidas por las gestoras— permanecieron prácticamente estables, descendiendo tan solo un 0,4 %, hasta los 2.638 millones de euros (véase cuadro 3.1.4). Dado el aumento del patrimonio gestionado, la comisión media de gestión de IIC alcanzó un importe total equivalente al 0,85 % del patrimonio, bastante por debajo del 0,91 % de finales de 2018.

Cuenta de pérdidas y ganancias de las SGIIC

CUADRO 3.1.4

Importes en miles de euros

	2018	2019	Var. (%)
Margen de intereses	1.745	958	-45,1
Comisiones netas	1.702.106	1.556.633	-8,5
Comisiones percibidas	3.188.844	2.998.367	-6,0
Gestión de IIC	2.648.974	2.637.719	-0,4
Suscripción y reembolso	11.386	12.672	11,3
Otras	528.484	347.975	-34,2
Comisiones satisfechas	1.486.738	1.441.734	-3,0
Resultado de inversiones financieras netas	216	3.407	1.477,3
Rendimientos de instrumentos de capital	5.320	6.638	24,8
Diferencias de cambio netas	-270	-247	-8,5
Otros productos y cargas de explotación netas	23.210	1.908	-91,8
Margen bruto	1.732.326	1.569.297	-9,5
Gastos de explotación	584.485	577.814	-1,5
Personal	358.061	323.777	-10,0
Generales	226.424	254.037	12,0
Amortizaciones y otras dotaciones netas	20.995	15.071	-28,2
Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	9.495	-70	-
Resultado neto de explotación	1.117.351	976.482	-12,6
Otras ganancias y pérdidas	-1.926	-7.194	273,5
Resultado antes de impuestos	1.115.425	969.288	-13,1
Impuesto sobre beneficios	-312.116	-272.760	-12,6
Resultado de actividades continuadas	803.309	696.528	-13,3
Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-
Resultado neto del ejercicio	803.309	696.528	-13,3

Fuente: CNMV.

Aunque hubo un empeoramiento de los resultados del sector, el año cerró con 21 entidades en pérdidas, 5 menos que en 2018, y el valor agregado de las pérdidas se redujo un 32,1 %, hasta los 7,8 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

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

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	11.541
2019	969.287	21	7.839

Fuente: CNMV.

3.1.7 Depositarios de IIC

Después de que en 2018 se diera de baja un elevado número de depositarios que no venían ejerciendo de modo efectivo esta actividad y a los que se había dirigido la CNMV para que reconsideraran su permanencia en el registro, en 2019 no se produjeron apenas movimientos en este sentido. Concretamente, tan solo hubo 1 baja, por lo que el número de depositarios registrados en diciembre de 2019 era de 36, de los cuales 23 estaban operativos. De estos, los grupos bancarios mantienen un claro predominio en el sector, con el 95,7 % del patrimonio total de las IIC depositado en estos grupos al finalizar 2019, por encima del 94,8 % de 2018. El 4,3 % restante se repartía entre cooperativas de crédito, sociedades de valores y compañías de seguros. Del importe depositado en bancos, un 30,6 % correspondía a sucursales de entidades financieras extranjeras, en su mayoría pertenecientes a la Unión Europea. Cabe mencionar que este porcentaje es bastante más elevado que en ejercicios precedentes (10,7 % en 2018), como consecuencia del traspaso a un banco extranjero de un depositario que pertenecía a un grupo español. Este depositario era el segundo en importancia en términos de patrimonio gestionado.

Una estimación sobre el coste y el rendimiento de las IIC españolas entre 2009 y 2019

RECUADRO 5

El pasado 19 de enero de 2019, ESMA publicó el primer informe sobre rentabilidad y costes de los productos de inversión a disposición de los inversores minoristas, en el que se realiza un análisis comparativo de la rentabilidad y la ratio de gastos soportados por las instituciones de inversión colectiva (IIC) que cumplen con la Directiva UCITS (requisitos de la Directiva 2009/65/CE) y domiciliadas en 14 jurisdicciones de la Unión Europea (UE). El análisis comparativo de ESMA no es concluyente para todos los periodos considerados ni homogéneo entre vocaciones de fondos y tiene varias limitaciones relacionadas con la cobertura de los datos, con asuntos metodológicos y con la posibilidad de que la calidad de estos no sea suficientemente elevada. Precisamente ESMA menciona el acceso a datos homogéneos y comparables como un condicionante que podría limitar la interpretación de su estudio sobre la rentabilidad y los gastos de las UCITS. En la actualidad no existe un marco europeo unificado de recopilación de datos de UCITS,

por lo que ESMA utilizó la base de datos comercial de Thomson Reuters Lipper, que publica los datos recibidos de las gestoras y que cubre el 68 % del mercado UCITS europeo para el ejercicio 2017 y el 74 % en 2018.

Tras la publicación de este informe y dada la relevancia de este tema tanto para la CNMV como para todos los potenciales partícipes de estas instituciones, desde la institución se ha abordado un análisis sobre el rendimiento y los costes de las IIC españolas¹ empleando los datos a disposición de la CNMV, que son de elevada calidad y que se corresponden con la totalidad de la industria de IIC, en un periodo de tiempo amplio (desde 2008 hasta 2019). Para ello se han segmentado estas instituciones en diferentes vocaciones y también se han evaluado las diferencias entre las IIC que se comercializan mayoritariamente a inversores minoristas y a inversores institucionales y también entre las IIC de las gestoras que pertenecen a un grupo bancario o, por el contrario, que pueden considerarse independientes. Además, se han realizado los cálculos de rentabilidad de manera fehaciente, con lo que se superan algunas de las limitaciones encontradas en el trabajo de ESMA.

Los resultados del análisis del rendimiento de las IIC españolas realizado por la CNMV revelan que para las instituciones de renta fija la evolución de este indicador ha estado en consonancia con las referencias del mercado durante los años del estudio, mientras que para las instituciones de renta variable su rendimiento medio ha sido superior a varios indicadores de referencia. Así, las IIC monetarias han seguido la evolución de los tipos a corto plazo de la zona del euro, marcando un máximo en 2002 con un 2,84 % y finalizando el periodo en un 0,24 % (media anual de 1,07 %). Una tendencia similar, aunque con registros más elevados, se ha observado en los fondos de renta fija, que registraron máximos en el periodo de la crisis de deuda soberana (superiores al 5 %) y, tras un rendimiento negativo en 2018, han alcanzado en el último año del estudio una rentabilidad del 2,45 % (media del 2,39 %). Por su parte, las categorías de renta variable pura mostraron rendimientos medios superiores (13,20 % en internacional y 9,50 % en euro) con una variabilidad más elevada por su propia naturaleza.

Rentabilidad bruta

CUADRO R5.1

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
%											
Monetarios	1,5	1,8	2,5	2,8	2,0	1,1	0,4	0,3	0,0	-0,2	0,2
Retorno absoluto	6,0	3,6	-0,3	5,6	4,4	3,7	1,5	1,8	2,9	-3,4	5,5
Renta fija	3,6	1,0	3,1	5,1	4,4	4,1	1,1	1,3	0,9	-0,7	2,5
Renta fija mixta	5,9	-0,3	1,1	5,7	7,0	4,9	1,7	1,6	2,5	-2,4	5,8
Renta variable mixta	13,6	2,8	-3,1	7,5	10,9	6,9	2,8	3,5	5,2	-4,6	11,0
Renta variable euro	35,3	-0,1	-9,7	13,5	30,8	5,0	5,5	4,6	13,8	-11,1	16,8
Renta variable internacional	42,7	17,9	-7,8	14,8	24,5	10,3	10,0	7,4	11,5	-10,2	24,1

Fuente: CNMV.

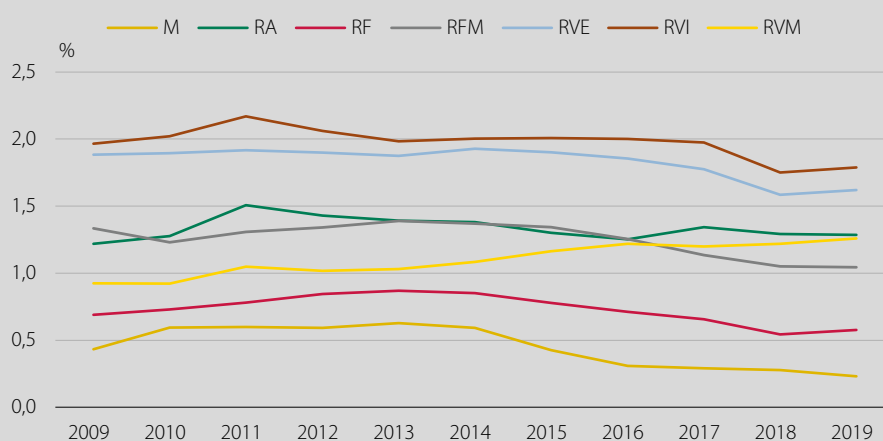
El análisis de los rendimientos netos de los fondos de carácter institucional y minorista ha mostrado resultados relativamente homogéneos durante el

periodo analizado y entre vocaciones. En general, las IIC en manos de inversores institucionales han obtenido un rendimiento mayor que las IIC en manos de minoristas en la mayoría de los periodos. Sin embargo, el rendimiento de las IIC institucionales ha sido más variable, siendo superior al de las IIC minoristas en periodos de revalorizaciones en los mercados e inferior en momentos de caídas. De media la diferencia entre ambos tipos de IIC no es muy grande y se sitúa en 0,4 p.p. (3,4 % para las institucionales y 3,0 % para las minoristas). El análisis realizado de la rentabilidad neta de las IIC por tipo de gestora revela que de media los resultados obtenidos por las gestoras independientes han sido superiores a los de las gestoras bancarias (4,3 % frente al 2,8 %), lo cual se debe mayoritariamente al mejor rendimiento en las vocaciones de renta variable o con una proporción elevada de renta variable.

Los gastos corrientes que soportan las IIC presentan una gran heterogeneidad entre vocaciones, siendo las de renta variable las que muestran los gastos más elevados. Así, en 2019 la ratio media de gastos de las vocaciones renta variable euro y renta variable internacional se situaba en el 1,62 % y el 1,79 % del patrimonio, respectivamente, mientras que en las vocaciones monetario y renta fija esta se situaba en el 0,23 % y el 0,58 % respectivamente. Además, se observa una tendencia a la baja de la ratio de gastos en el periodo de análisis en la mayoría de las vocaciones, que se explica por un cierto aumento de la competencia entre las entidades y el entorno de tipos de interés reducidos, que ha presionado significativamente a la baja las comisiones de los fondos que invierten sobre todo en deuda. Los resultados por tipo de inversor revelan que los gastos soportados por inversores institucionales (0,75 %) han sido considerablemente menores que los de los minoristas (1,19 %), de forma sistemática en todos los años y en todas las vocaciones, aunque la diferencia se ha reducido ligeramente durante el periodo de análisis. Por tipo de gestora los resultados son menos concluyentes, observándose las mayores diferencias en las vocaciones renta variable euro, internacional y retorno absoluto, en las que las IIC de gestoras independientes soportan unos costes menores que las gestoras bancarias.

Ratio de gastos media ponderada por vocación

GRÁFICO R5.1



Fuente: CNMV. M: monetario, RA: retorno absoluto, RF: renta fija, RFM: renta fija mixta, RVE: renta variable euro, RVI: renta variable internacional y RVM: renta variable mixta.

De acuerdo con los cálculos efectuados por ESMA a efectos del estudio antes mencionado, las IIC españolas presentarían, en términos generales, tanto niveles de rentabilidad como de gastos inferiores a la media europea. Sin embargo, según dicho estudio esto no ocurriría en todas las vocaciones y periodos. Sobre todo se observa en las categorías de renta fija y en los fondos mixtos, mientras que los de renta variable, además de mostrar rentabilidades inferiores, registrarían también costes más elevados. Los fondos de retorno absoluto mostrarían unos rendimientos brutos y netos superiores, con un balance poco concluyente en relación con los costes.

Frente a ello, los cálculos efectuados por la CNMV sitúan tanto el nivel de rentabilidad como de costes de las IIC españolas por debajo de las estimaciones de ESMA. En todo caso, la comparación debe tomarse con cautela tanto en la vertiente de los rendimientos como en la de los costes:

- En relación con los rendimientos la metodología empleada por ESMA es diferente a la seguida en este trabajo, puesto que la de ESMA, basada en medias anuales de datos trimestrales, suaviza las series temporales de un modo que dificulta no solo esta comparación, sino también aquellas que utilizan *benchmarks* de mercado.
- Respecto a los costes, el estudio de ESMA no distingue las jurisdicciones en las que los costes de comercialización están incluidos en la comisión de gestión de aquellas en las que son explícitos para el inversor, de manera que las primeras, entre ellas España, registran un sesgo al alza sistemático en la ratio de costes estimada.

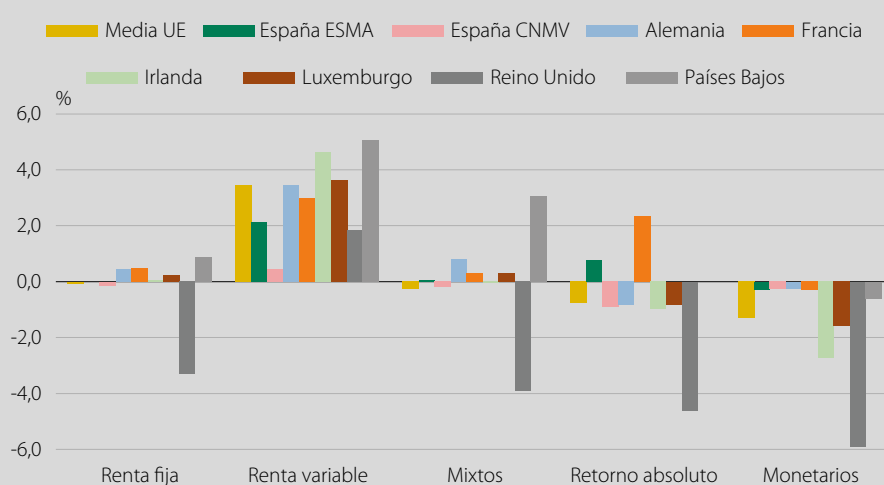
Teniendo en cuenta las anteriores consideraciones y con referencia específica a los tres últimos ejercicios disponibles en el estudio de ESMA (2016-2018):

- La rentabilidad bruta de las IIC españolas, inferior a la media europea según los cálculos de ESMA, resultaría algo menor, sobre todo en las categorías de renta variable y de retorno absoluto. Las diferencias en las vocaciones renta fija y mixta son mucho más reducidas.
- En relación con los gastos, los cálculos de la CNMV (basados en los datos que tiene a su disposición) sitúan el nivel medio de estos en las IIC españolas por debajo de la estimación de ESMA para España y también para la media de los países de la UE, con la excepción de los fondos de renta variable. Además, si se tuviera en cuenta el volumen de retrocesiones en España, que entre 2016 y 2018 representó el 57,2 % de las comisiones de gestión, y el importe resultante de aplicar este porcentaje se restara del importe que representan los costes de gestión dentro de los gastos totales (un 87,2 % de media), las IIC españolas que ya eran más competitivas (renta fija y mixtos) lo serían aún más, mientras que las IIC que parecían mostrar gastos superiores, como las de renta variable, quedarían con un nivel de gastos inferior al de la mayoría de los países, excepto los Países Bajos.
- En términos de rentabilidad neta, que es la que efectivamente percibe el partícipe del fondo, y para el periodo 2016-2018, se puede deducir, en

general, que las IIC españolas de renta fija, mixtas y de retorno absoluto estarían prácticamente en línea con la media de la UE, mientras que las de renta variable mostrarían un peor comportamiento (debido a su rendimiento más bajo y sus mayores costes). En las vocaciones primeramente citadas los menores rendimientos se acaban compensando con unos gastos también inferiores. Las IIC monetarias muestran, en cambio, unos rendimientos netos superiores al promedio de la UE aunque su importancia relativa en España es muy reducida (véase gráfico R5.2). En este caso, el ajuste teniendo en cuenta las retrocesiones (costes de comercialización) situaría la rentabilidad neta de las IIC españolas por encima de la media de la UE en todas las categorías, salvo en renta variable.

Rentabilidad neta¹ en 2016-2018

GRÁFICO R5.2



Fuente: ESMA y CNMV. (1) Los cálculos efectuados para España no deducen el importe de los gastos de comercialización.

1 Véase Cambón, M.I., Gordillo, J.A. y Pedrón, G. (2020). «Análisis de la rentabilidad y los gastos de las IIC (FI y SICAV) domiciliadas en España entre 2009 y 2019», *Boletín de la CNMV*, Trimestre I, pp. 91-152.

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 y agencias de valores, las sociedades gestoras de cartera (SGC) y las empresas de asesoramiento financiero (EAF)— 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. Es conveniente señalar que las SGC, las EAF 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 algo menos del 70 % del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión en sentido amplio² (medido a través de las comisiones percibidas) es desarrollado por bancos comerciales o por entidades que consolidan sus cuentas en ellos 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), algunas entidades de crédito que están especializadas 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 CNMV no desarrolla una actividad de supervisión integral —que incluya solvencia y normas de conducta— de las entidades, como sí sucede con las empresas de servicios de inversión (ESI) o las SGIIC (véase epígrafe 3.2.1).

La actividad de las sociedades y agencias de valores en 2019 disminuyó en comparación con la de ejercicios anteriores. Los resultados de ambos tipos de entidades siguieron 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 representaban la principal fuente de ingresos para las agencias y las sociedades de valores. Sin embargo, se observa un desplazamiento de la actividad de las sociedades de valores pertenecientes a entidades de crédito hacia sus matrices y un 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), que han motivado que el peso de esta partida haya sido menor en los últimos ejercicios. Es importante destacar que esta tendencia general tuvo una excepción destacada, que correspondió a una sociedad de valores que pertenece a una entidad de crédito extranjera. Esta sociedad, como consecuencia del *bretxit*, aumentó notablemente su actividad en España, siendo la tramitación y ejecución de órdenes el principal servicio de inversión que presta. Este hecho provocó que los ingresos por tramitación y ejecución de órdenes del subsector de las sociedades de valores aumentaran ligeramente con respecto al año anterior.

El cambio respecto al modelo de negocio del resto de las sociedades se vio reflejado en el aumento de los ingresos en las partidas de asesoramiento en materia de inversión y de gestión de carteras en 2019, sobre todo en la primera de forma significativa. En ambos casos el incremento de los ingresos podría estar relacionado con la puesta en marcha de MiFID II.

Por su parte, las agencias de valores también experimentaron una disminución de sus ingresos, aunque de forma más moderada que las sociedades. En contraposición con las sociedades, las agencias vieron disminuidos sus ingresos este ejercicio principalmente por la caída de las comisiones por asesoramiento en materia de inversión.

2 Incluida la actividad de gestión de IIC.

3 La CNMV supervisa a las sociedades y agencias de valores, a las SGC y a las EAF 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.

El descenso de los ingresos de las sociedades y agencias de valores se tradujo en un menor margen bruto agregado del sector en comparación con el del año anterior. Sin embargo, esta caída de la actividad no se vio reflejada en una disminución de los gastos de explotación, que se mantuvieron estables. Esto hizo que, en el cómputo total, los resultados antes de impuestos del sector se vieran reducidos con respecto a los registrados en 2018: un 35,2 % menos en conjunto (37,4 % para las sociedades de valores y 16,7 % para las agencias).

Un número elevado de entidades (32 de 95) cerraron el ejercicio con pérdidas (13 sociedades de valores y 19 agencias). El importe agregado de las pérdidas aumentó con respecto al año anterior un 3,8 %. En el caso de las sociedades de valores, 2 sociedades que pertenecen a entidades de crédito extranjeras acumularon una parte importante de las pérdidas. Si se excluyen estas 2 sociedades, las pérdidas del resto de las entidades habrían descendido un 47,5 %, al pasar de 24,7 millones en 2018 a 13,0 millones en 2019.

La existencia 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 que, al menos por el momento, no son igual de rentables. La repercusión en el sector de la crisis del COVID-19 que comenzó en el primer trimestre de 2020 es difícil de predecir, pues dependerá de forma crucial de su duración e impacto en la economía y en los mercados financieros. Sin embargo, sí parece que podría causar nuevas pérdidas para las entidades y probablemente hará que el ajuste que el sector vive desde la crisis financiera se prolongue más en el tiempo.

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 EAF, tanto el volumen total de patrimonio asesorado como los resultados de estas entidades disminuyeron de forma apreciable. Hay que destacar que el peso de los clientes minoristas aumentó por tercer ejercicio consecutivo.

Con respecto a las SGC, al cierre de 2019 una sola entidad estaba registrada en la CNMV, la misma que al finalizar 2018. 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 SGC 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 112 a finales de 2019, 2 menos que en 2018⁴. Se puede considerar que este ligero descenso sigue guardando 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 476, 15 más que el año anterior. De ellas, 419 entidades operaban en régimen de libre prestación de servicios y 57 a través de sucursales. Casi todas estas entidades procedían de otros Estados miembros de la Unión Europea (469 entidades, véase anexo estadístico II.12).

El cuadro 3.2.1 muestra los ingresos de las entidades de crédito procedentes de la prestación de servicios de valores y de la comercialización de fondos de inversión y otros productos financieros no bancarios⁵. Como se observa en el cuadro, el importe agregado de las comisiones percibidas por la prestación de servicios de valores y comercialización de IIC se redujo un 1,1 % en 2019, hasta situarse en 4.297 millones de euros.

La prestación de servicios de inversión supuso unas comisiones de 1.823 millones de euros para las entidades de crédito, un 6,1 % más que en 2018. Sin embargo, el comportamiento de los ingresos por los diferentes servicios de inversión fue desigual. En particular, aumentaron de forma notable las comisiones por colocación y aseguramiento de valores (36,0 %) y por gestión discrecional de carteras (15,7 %). En cambio, disminuyeron los ingresos por la tramitación y ejecución de órdenes y por asesoramiento en materia de inversión, un 5,2 % y un 2,0 % respectivamente. El descenso observado en los ingresos por tramitación y ejecución de órdenes podría estar relacionado con el hecho de que una parte relevante de la negociación sobre valores españoles tiene lugar en mercados extranjeros. Por su parte, los ingresos vinculados a la actividad de asesoramiento en materia de inversión, que habían registrado un impulso significativo en 2018 como consecuencia de la puesta en práctica de la regulación MiFID II, tendió a normalizarse en 2019⁶.

En cuanto a las comisiones por servicios auxiliares relacionados con la prestación de servicios de inversión, las entidades de crédito percibieron 889 millones de euros, lo que representa un descenso del 6,6 % con respecto a 2018. En este caso, las comisiones de los diferentes servicios auxiliares sufrieron un retroceso en comparación con los importes del ejercicio anterior, salvo para la partida de otros servicios auxiliares.

4 Cabe señalar que en 2019, de las 112 entidades de crédito registradas, se pueden considerar que 101 están activas en la prestación de servicios de inversión.

5 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 REPoring*) de la Unión Europea. 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). Este cambio contable hace que la comparación de los datos del año 2016 con los de 2017, 2018 y 2019 se realice sobre una base no homogénea. En concreto, los datos del cuadro 3.2.1 que se ven afectados por el cambio contable son los relacionados con el total de ingresos por comisiones, así como los ingresos por comisiones no bancarias relacionadas con: seguros, fondos de pensiones y «otros».

6 De hecho, habrían experimentado un ligero aumento si se corrigiera una clasificación de ingresos incorrecta que se produjo en 2018 por parte de una entidad.

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

CUADRO 3.2.1

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

Importes en millones de euros

	2016	2017	2018	2019	% s/total comisiones EE. CC. ¹
Por servicios de inversión	1.219	1.506	1.506	1.578	7,9
Colocación y aseguramiento de valores	189	249	195	269	1,4
Tramitación y ejecución de órdenes	394	420	367	334	1,7
Gestión discrecional de carteras	261	353	378	439	2,2
Asesoramiento en materia de inversión	448	484	566	536	2,7
Por servicios auxiliares	644	703	771	722	3,6
Administración y custodia	543	563	584	561	2,8
Elaboración de informes y análisis financieros	73	102	116	91	0,5
Otros servicios auxiliares	28	36	71	70	0,4
Por comercialización de productos financieros no bancarios	3.521	3.584	4.124	4.411	22,1
Instituciones de inversión colectiva	1.547	1.741	1.619	1.512	7,6
Fondos de pensiones	520	498	946	758 ²	3,8
Seguros	1.446	1.330	1.507	2.082 ²	10,4
Otros	8	15	51	59 ²	0,3
Total	5.457	5.793	6.401	6.712¹	33,7
Pro memoria:					
Por servicios de valores y comercialización de IIC	3.410	3.950	3.896	3.813	19,1
Ingresos totales por comisiones	13.486	14.295	14.928	19.927¹	100,0

Fuente: CNMV y Banco de España. En 2017 se modificaron 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) Incluye sucursales de entidades de crédito comunitarias. (2) Datos estimados para el ejercicio 2019.

Por su parte, los ingresos percibidos por la comercialización de productos no bancarios disminuyeron un 3,0 %, observándose un avance en los derivados de la comercialización de fondos de pensiones y disminuciones en los percibidos por la comercialización de IIC y de seguros. El peso conjunto de los ingresos por prestación de servicios sobre valores y por comercialización de IIC en el total de las comisiones percibidas por estas entidades se redujo desde el 29,1 % en 2018 hasta el 28,3 % en 2019. Este descenso se debe, en parte, al aumento de las comisiones bancarias. Cabe señalar, como en los últimos años, que la presión del entorno de bajos tipos de interés ha tenido como consecuencia un cambio de modelo de negocio para las entidades de crédito. Con él tratan de compensar, en la medida de lo posible, el descenso de sus ingresos tradicionales derivados del margen de intermediación con avances en las comisiones por servicios bancarios.

La comparación entre las comisiones percibidas por las entidades de crédito y por las ESI pone de manifiesto el peso preponderante de las primeras en la prestación de servicios de inversión. Como se puede comprobar en el cuadro 3.2.2, 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 ESI (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. Las entidades de crédito incluso superan con amplia holgura a las sociedades y agencias de valores en los servicios de tramitación y ejecución de órdenes de compraventa de valores, segmento en el que las ESI 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 más del 70 % del mismo.

En cuanto a los servicios auxiliares relacionados con los servicios de inversión, aunque las entidades de crédito tienen más peso que las ESI, su relevancia es menor que en los servicios de inversión. Hay que destacar que en la partida de otras actividades auxiliares, las ESI disfrutaron de unos ingresos que supusieron una cifra cercana al 40 % de ese mercado.

Comisiones percibidas por servicios de inversión. 2019

CUADRO 3.2.2

Importes en millones de euros

	Sociedades y agencias de valores ¹	Entidades de crédito (EE. CC.) ²	Total	% EE. CC./total
Total servicios de inversión	381	3.408	3.789	89,9
Colocación y aseguramiento de valores	9	294	303	96,9
Tramitación y ejecución de órdenes	187	478	665	71,8
Gestión de carteras	30	474	504	94,1
Asesoramiento en materia de inversión	37	576	614	93,9
Comercialización de IIC	116	1.585	1.702	93,2
Total servicios auxiliares	197	889	1.086	81,8
Administración y custodia	43	643	686	93,7
Otros servicios auxiliares	154	246	400	61,5

Fuente: CNMV y Banco de España. (1) Incluye sociedades gestoras de cartera. (2) Incluye sucursales de entidades de crédito comunitarias.

3.2.2 Empresas de servicios de inversión⁷

3.2.2.1 Sociedades y agencias de valores

Autorización y registro

A finales de 2019 estaban registradas en la CNMV un total de 95 sociedades y agencias de valores, 4 más que a finales de 2018. Desde este punto de vista, este aumento podría tomarse como un signo positivo para el sector, tras el importante y largo proceso de ajuste que comenzó con la crisis financiera. Aunque los grupos bancarios continúan 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

7 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.

hacia una mayor presencia de entidades independientes que prestan servicios relacionados con el asesoramiento en materia de inversión y la gestión discrecional de carteras. Sin embargo, es conveniente señalar que el previsible impacto negativo que causará el COVID-19 podría volver a situarlo en un nuevo proceso de ajuste.

Como se puede apreciar en el cuadro 3.2.3, en 2019 se produjeron ocho altas y cuatro bajas. De las primeras, siete correspondieron a agencias de valores independientes y la restante es una sociedad de valores que se ha constituido para la gestión de un sistema multilateral de negociación especializado en deuda soberana europea y derivados (véase sección 2.2). Respecto a las bajas, una de las registradas correspondió a una sociedad de valores que se integró en su matriz bancaria y otra, a una agencia de valores que se integró en el grupo asegurador al que pertenece. Las otras dos entidades que causaron baja fueron dos agencias de valores, una de ellas independiente, mientras que la otra se transformó en una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva (véase anexo estadístico II.8).

Por su parte, durante 2019 se produjeron cuatro cambios de control entre las agencias y sociedades de valores (véase anexo estadístico II.9). Dos afectaron a sociedades de valores y las otras dos, a agencias de valores. Las sociedades fueron adquiridas por una sociedad gestora de IIC y una sociedad vinculada a un fondo de capital riesgo. En cuanto a las agencias, una fue adquirida por una empresa aseguradora y la restante se mantuvo como independiente. Respecto al número de representantes utilizados por las ESI: este disminuyó de 2.441 a finales del ejercicio 2018 a 2.305 a finales del ejercicio 2019.

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 2019, 50 entidades se encontraban bajo este régimen (1 más que el año anterior, véase anexo estadístico II.10) y 6 entidades españolas mantenían sucursales en otros países, 1 menos respecto al cierre de 2018. La lista de países en los que las entidades operaban bajo el régimen de sucursal se mantuvo sin cambios salvo en el caso de Portugal, país en el que se cerró la única sucursal que existía de una ESI española.

Altas y bajas en el registro de entidades

CUADRO 3.2.3

Tipo de entidad	Entidades a 31/12/18	Altas	Bajas	Entidades a 31/12/19
Entidades nacionales	91	8	4	95
Sociedades de valores	39	1	1	39
Agencias de valores	52	7	3	56
Entidades extranjeras	2.955	213	83	3.085
Con sucursal	61	20	16	65
En libre prestación de servicios	2.894	193	87	3.020
Pro memoria:				
Representantes	2.441	214	350	2.305

Fuente: CNMV.

Como se indica en el cuadro 3.2.3, en 2019 un total de 213 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 83. 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 3.020, por encima de las 2.894 de 2018. La mayor parte de estas entidades estaban autorizadas en el Reino Unido, seguidas a gran distancia por las autorizadas en Chipre, Holanda y Alemania. A su vez, el número de entidades extranjeras con sucursal pasó de 61 a 65, de las que algo más de la mitad estaban radicadas en el Reino Unido (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 transfronterizamente 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 la actividad desarrollada 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 2019 un resultado conjunto antes de impuestos de 75,4 millones de euros, lo que supuso un descenso del 35,2 % con respecto al año anterior. La caída fue más acusada para las sociedades de valores (37,4 %) que para las agencias de valores (16,7 %).

Este descenso en el sector se debió a la caída en los resultados de 4 sociedades de valores de gran tamaño que en total obtuvieron 43,1 millones de euros menos que en el ejercicio 2018. Por su parte, la evolución del resto de las entidades fue favorable, una vez descontadas las cifras de las sociedades de valores citadas, sus beneficios antes de impuestos aumentaron un 21,2 %, desde los 43,2 millones registrados en 2018 hasta los 52,4 millones de 2019.

En total 32 entidades cerraron 2019 con pérdidas, 7 menos que en 2018. Sin embargo, en cuanto al volumen agregado de las pérdidas, estas fueron ligeramente superiores tanto para las sociedades como para las agencias de valores. En las primeras, las pérdidas aumentaron un 3,9 %, mientras que para las agencias el aumento fue del 3,7 % (véanse los cuadros 3.2.5 y 3.2.7). En el caso de las sociedades, las pérdidas de 2 sociedades de entidades de crédito extranjeras explican gran parte del total de las pérdidas experimentadas por ese subsector.

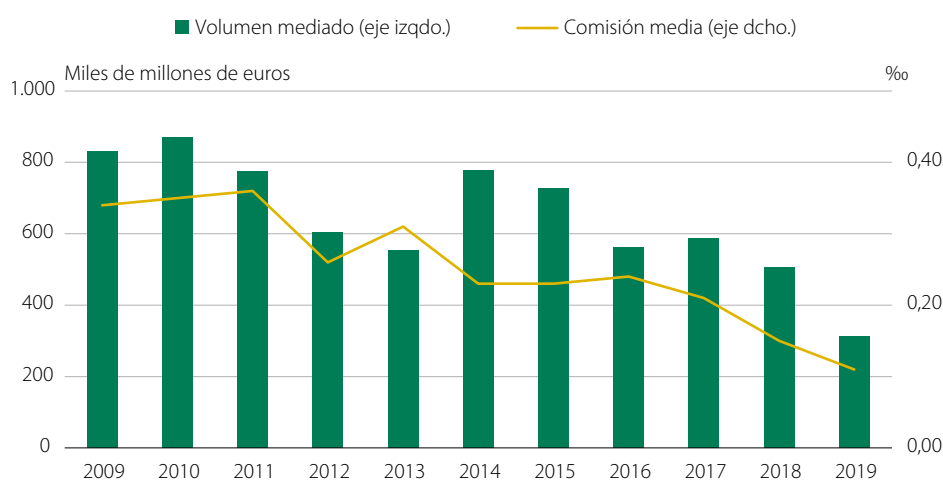
Como se aprecia en el cuadro 3.2.4, el total del subsector de las sociedades de valores experimentó una reducción de sus ingresos con respecto al año anterior. A ello contribuyeron todas las partidas salvo las de resultado de inversiones financieras y la de otros productos y cargas de explotación. En particular, fue notable el descenso de los ingresos por margen de intereses (-48,5 %). Por su parte, la caída de los ingresos por comisiones netas fue del 5,5 %, si bien la evolución de las diferentes partidas fue dispar.

Dentro de los ingresos por prestación de servicios a terceros, las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes continuaron siendo las más importantes. Los ingresos de esta partida aumentaron un 2,7 % con respecto al año anterior. Este ligero incremento se debió a la contribución de una sociedad perteneciente a una entidad de crédito extranjera. Como consecuencia del *brexit*, esta sociedad trasladó a España parte de su actividad, que consiste principalmente en la tramitación y ejecución de órdenes de clientes.

Para las ESI, este tipo de comisiones (por tramitación y ejecución de órdenes) procedían tradicionalmente de la mediación en los mercados de renta variable nacional. Sin embargo, en los últimos años esta intermediación ha ido perdiendo importancia con respecto a la experimentada en otros mercados como los mercados internacionales de renta variable y los derivados. En concreto, las comisiones por la mediación en los mercados de renta variable nacional pasaron de suponer el 47,5 % de las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes de las sociedades de valores en 2018 al 21,2 % en 2019. Esto se debe tanto al descenso de los volúmenes mediados en estos mercados como a la disminución de la comisión media en concepto de corretaje (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 significativo el descenso de las percibidas por colocación y aseguramiento de valores (-20,2 %) y el incremento de las provenientes del asesoramiento en materia de inversión (114,7 %). En el caso de estas últimas podría estar vinculado al proceso de adaptación del mercado a la regulación MiFID II. En cuanto a las comisiones satisfechas, cabe destacar el hecho de que aumentaron de forma destacada —un 25,0 % con respecto al año anterior— y supusieron el 34,6 % de las comisiones percibidas, 6,0 p.p. más que en 2018.

Por su parte, los gastos de explotación de las sociedades de valores se mantuvieron prácticamente estables, si bien las dos subpartidas que los componen se comportaron de forma dispar. Los gastos de personal aumentaron un 10,3 %, mientras que los gastos generales descendieron un 16,1 %. Los gastos por amortizaciones y otras dotaciones se redujeron de forma considerable (-71,0 %). En este ejercicio el descenso del margen bruto se tradujo en un retroceso del resultado de explotación (-34,8 %),

que pasó de 85,8 millones de euros en 2018 a 56,0 millones en 2019. El resultado antes de impuestos cayó un 37,4 % y se situó en 65,0 millones de euros debido a la existencia de «otras ganancias» por valor de 9 millones de euros.

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 la mayoría 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 ganando importancia en su cuenta de resultados. Como se ha comentado anteriormente, en esta tendencia general existe una excepción: una sociedad de valores de una entidad de crédito extranjera que trasladó una parte importante de su negocio de intermediación a España. Su actividad supuso el 37,2 % del total de los ingresos de las sociedades de valores por el servicio de tramitación y ejecución de órdenes de clientes.

También hay que destacar que, como puede observarse en el cuadro 3.2.4, la actividad de negociación por cuenta propia (*proprietary trading*) —importante para las ESI en algunos países de nuestro entorno— es relativamente 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, 4 sociedades de valores acumularon el 75,7 % sobre el total de los resultados de las sociedades con beneficios (y el 110,6 % del resultado agregado⁸), lo que indica una mayor concentración que en años precedentes. Esto se debe, por una parte, a que el subsector de las sociedades de valores es cada vez más pequeño y por otra a que, en cualquier caso, las sociedades más grandes van ganando tamaño relativo.

El análisis por entidades revela que 13 sociedades de valores obtuvieron resultados negativos antes de impuestos, 5 menos que al cierre de 2018 (véase cuadro 3.2.5). De ellas, 7 ya habían registrado pérdidas en el ejercicio 2018. De estas 13 sociedades, 10 son entidades independientes y 3 pertenecen a un grupo financiero. El importe acumulado de las pérdidas aumentó un 3,9 % con respecto a las registradas en 2018, al pasar de 28,8 millones de euros en ese año a 29,9 millones de euros en 2019. Sin embargo, si excluimos las pérdidas de las 2 sociedades de valores que pertenecen a entidades de crédito extranjeras, las pérdidas registradas por el resto de entidades descendieron en un 47,5 %. Pasaron de 24,7 millones de euros en 2018 a 13,0 millones en 2019.

8 El hecho de que dos sociedades de valores que pertenecen a entidades de crédito internacionales tuvieran unas pérdidas significativas hizo que los resultados agregados del conjunto de sociedades fueran inferiores a la suma de los resultados de las cuatro sociedades con más beneficios.

Cuenta de pérdidas y ganancias de las sociedades de valores¹

CUADRO 3.2.4

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

Importes en miles de euros

	2018	2019	% var. 19/18
Margen financiero	73.969	38.125	-48,5
Comisiones netas	296.037	279.650	-5,5
Comisiones percibidas	414.595	427.813	3,2
Tramitación y ejecución de órdenes	160.320	164.606	2,7
Colocación y aseguramiento de emisiones	11.090	8.849	-20,2
Depósito y anotación de valores	42.958	42.643	-0,7
Comercialización de IIC	55.483	53.506	-3,6
Gestión de carteras	13.505	15.102	11,8
Asesoramiento en materia de inversión	9.562	23.400	144,7
Otras	121.677	119.707	-1,6
Comisiones satisfechas	118.558	148.163	25,0
Resultado de inversiones financieras	27.088	29.452	8,7
Diferencias de cambio netas	283	117	-58,7
Otros productos y cargas de explotación	16.331	28.949	77,3
Margen bruto	413.708	376.293	-9,0
Gastos de explotación	315.951	316.406	0,1
Personal	194.594	214.600	10,3
Generales	121.357	101.806	-16,1
Amortizaciones y otras dotaciones	11.267	3.265	-71,0
Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	653	644	-1,4
Resultado neto de explotación	85.837	55.978	-34,8
Otras ganancias y pérdidas	18.016	9.033	-49,9
Resultado antes de impuestos	103.853	65.011	-37,4
Impuesto sobre beneficios	12.082	10.483	-13,2
Resultado de actividades continuadas	91.771	54.528	-40,6
Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-
Resultado neto del ejercicio	91.771	54.528	-40,6

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.

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			
2016	181.194	7	-8.957
2017	158.561	7	-14.701
2018	103.853	18	-28.789
2019	65.011	13	-29.901

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.

Todas las agencias de valores, por su parte, obtienen ingresos mayoritariamente de la prestación de servicios a terceros porque 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: 50 agencias de un total de 56 lo son. En el caso de las sociedades de valores, el número que está controlado por un grupo financiero se eleva a 12 y, por tanto, son 27 las sociedades de valores que se pueden considerar como independientes.

El resultado agregado antes de impuestos de las agencias de valores descendió un 16,7 % en 2019, hasta situarse en 10,4 millones de euros. El deterioro de los resultados se debió a unos menores ingresos, fundamentalmente por comisiones percibidas, y a unos costes que se mantuvieron prácticamente estables.

Así, en términos netos las comisiones experimentaron un descenso del 4,0 % con respecto al año anterior. En términos brutos (comisiones percibidas), destacaron por su avance la partida de ingresos por tramitación y ejecución de órdenes, con un crecimiento del 15,9 %, y de las comisiones catalogadas como «otras», que aumentaron un 15,3 %. Por el contrario, se registró un importante descenso en los ingresos por asesoramiento en materia de inversión (-44,9 %), si bien es cierto que esta partida había experimentado un incremento significativo durante 2018 (122,3 % con respecto a 2017). El resto de las comisiones no mostraron grandes variaciones: las comisiones de comercialización de IIC descendieron un 1,5 % y las de gestión de carteras lo hicieron un 3,4 %.

La disminución de los ingresos por comisiones de las agencias de valores tuvo su reflejo en un pequeño descenso de las comisiones satisfechas a terceros (-1,4 %). Como consecuencia del comportamiento de los ingresos por comisiones, el margen bruto agregado presentó un retroceso del 2,5 %, hasta situarse en 133,6 millones de euros.

Por su parte, los gastos de explotación apenas experimentaron variación con respecto a 2018 (-0,7 %). Dentro de estos gastos, los de personal descendieron un 3,9 % y los gastos generales aumentaron un 6,1 %. La conjunción de unos menores ingresos y unos gastos de explotación que se mantuvieron estables hizo que el resultado neto de explotación fuera de 9,3 millones de euros, lo que supone un 22,8 % menos que en 2018.

El descenso de los resultados antes de impuestos afectó de forma muy desigual a las agencias de valores. En particular, 24 de las que estaban registradas a finales tanto de 2018 como de 2019 obtuvieron unos resultados mejores. Con respecto al resto, los menores resultados agregados se vieron reflejados en un leve incremento de las pérdidas acumuladas, que fue de casi 0,4 millones de euros, al pasar de 10,9 millones en 2018 a 11,3 millones en 2019. Sin embargo, el número de entidades en pérdidas descendió de 21 a 19. Es importante señalar que 11 de las 19 agencias en pérdidas al cierre del ejercicio ya habían sufrido pérdidas el año anterior (véase cuadro 3.2.7).

Cuenta de pérdidas y ganancias de las agencias de valores¹

CUADRO 3.2.6

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

Importes en miles de euros

	2018	2019	% var. 19/18
Margen financiero	1.583	1.252	-20,9
Comisiones netas	135.782	130.293	-4,0
Comisiones percibidas	156.624	150.842	-3,7
Tramitación y ejecución de órdenes	20.018	23.194	15,9
Colocación y aseguramiento de emisiones	1.120	580	-48,2
Depósito y anotación de valores	824	879	6,7
Comercialización de IIC	63.821	62.866	-1,5
Gestión de carteras	15.412	14.890	-3,4
Asesoramiento en materia de inversión	25.725	14.183	-44,9
Otras	29.704	34.250	15,3
Comisiones satisfechas	20.842	20.549	-1,4
Resultado de inversiones financieras	-51	910	-
Diferencias de cambio netas	85	75	-11,8
Otros productos y cargas de explotación	-364	1.119	-
Margen bruto	137.035	133.648	-2,5
Gastos de explotación	121.611	120.787	-0,7
Personal	82.237	79.015	-3,9
Generales	39.374	41.772	6,1
Amortizaciones y otras dotaciones	3.381	3.542	4,8
Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	12	35	191,7
Resultado neto de explotación	12.031	9.284	-22,8
Otras ganancias y pérdidas	501	1.159	131,3
Resultado antes de impuestos	12.532	10.443	-16,7
Impuesto sobre beneficios	5.073	4.280	-15,6
Resultado de actividades continuadas	7.459	6.163	-17,4
Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-
Resultado neto del ejercicio	7.459	6.163	-17,4

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.

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			
2016	10.822	12	-7.219
2017	16.766	13	-7.952
2018	12.532	21	-10.947
2019	10.443	19	-11.349

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.

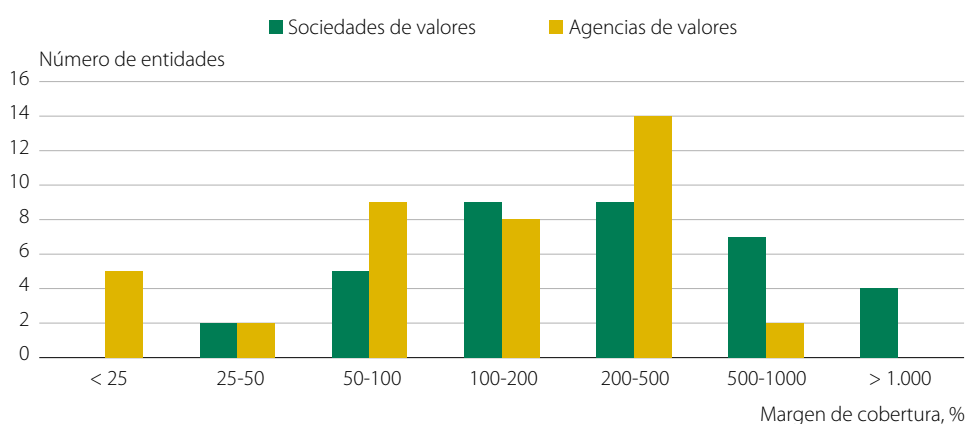
Solvencia

El sector en su conjunto continuó exhibiendo unos niveles relativos de solvencia elevados durante 2019: a finales de año el margen de recursos propios era 4,9 veces superior al volumen de recursos exigibles, cuando a finales de 2018 esta cifra era sensiblemente inferior, en concreto, 4,3. En términos absolutos esta holgura es poco relevante por 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 5,2, para las segundas se mantuvo en 1,9. En cuanto a la distribución de esta ratio, en el gráfico 3.2.2 se observa que a finales de 2019 la mayoría de sociedades de valores seguía teniendo un margen de cobertura sobre recursos propios exigibles superior al 200 %. A la vez, las sociedades de valores presentaban una mayor dispersión. Por su parte, ninguna sociedad ni agencia de valores cerró el ejercicio con déficit de recursos propios.

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

GRÁFICO 3.2.2



Fuente: CNMV.

3.2.2.2 Empresas de asesoramiento financiero

Las EAF 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. Desde la entrada en vigor de la Directiva MiFID, estas entidades pueden ofrecer asesoramiento independiente o no independiente.

Al cierre de 2019 el número de entidades de este tipo registradas en la CNMV era de 140, lo que supone 18 entidades menos que en 2018. Se produjeron 5 altas y 23 bajas. Es importante señalar que 4 de ellas se dieron de baja por transformarse en SGIIC y otras 5 se transformaron en agencia de valores.

El patrimonio total asesorado se situó en 21.377 millones de euros. De este patrimonio, 15.518 millones correspondieron a asesoramiento independiente. La mayor parte de los contratos de asesoramiento suscritos correspondía a clientes minoristas (el 93,1 % de un total de 6.458), si bien estos contratos representaron solo el 38,0 % del patrimonio asesorado. En cualquier caso y aunque no se pueden comparar directamente las cifras de patrimonio asesorado debido al cambio contable que se introdujo con la modificación de la Circular 1/2010 de la CNMV⁹, es importante destacar que se registró un descenso notable del patrimonio asesorado a inversores no minoristas (véase cuadro 3.2.8). Por último, el beneficio conjunto de este tipo de entidades descendió de forma destacada, al pasar de 10,6 millones de euros obtenidos en 2018 a 7,8 millones en 2019. Este descenso fue el reflejo de la disminución de los ingresos por las comisiones percibidas de los clientes y, en menor medida, de los ingresos por retrocesiones y demás comisiones que provienen de otras entidades. Concretamente, las comisiones cobradas directamente a los clientes pasaron de 50,2 millones en 2018 a 45,4 millones de euros en 2019.

EAF: Número de contratos y volumen del patrimonio asesorado¹

CUADRO 3.2.8

Importes en miles de euros

	2018	2019	% var. 19/18
Número de contratos			
Clientes minoristas	5.997	6.025	0,5
Clientes no minoristas	527	433	-17,8
Total	6.524	6458	-1,0
Patrimonio asesorado (miles de euros)			
Clientes minoristas	10.281.573	8.134.862	-1
Clientes no minoristas	21.658.460	13.254.537	-1
Total	31.658.460	21.389.399	-1

Fuente: CNMV. (1) Debido a la modificación de la Circular 1/2010, de 28 de julio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de información reservada de las entidades que prestan servicios de inversión, las magnitudes del patrimonio asesorado en 2018 y 2019 no son comparables. Esto se debe a que esta modificación introdujo un método contable distinto al anterior para contabilizar el patrimonio asesorado.

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, ESI o SGIIC. Sin embargo, una concepción menos formalista y, por tanto, más sustantiva, que atiende al modelo de negocio de las entidades y a su vinculación con bancos comerciales, aconseja delimitar con mayor exactitud qué parte del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión corre a cargo de bancos que se podrían denominar comerciales,

9 Circular 1/2010, de 28 de julio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de información reservada de las entidades que prestan servicios de inversión.

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 al 65 %¹⁰. Se estima que el importe de ingresos relacionados con la prestación de servicios de inversión de estas entidades fue de 831 millones de euros en 2019 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 algo superior a los 480 millones de euros (sobre el 14 % 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, corresponderían al ámbito de 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. Debido a este proceso, en 2019 se produjo la absorción por parte de Unicaja Banco de una sociedad de valores perteneciente a su grupo. A finales de 2019 había un total de cinco sociedades de valores que pertenecían a alguna entidad de crédito nacional cuyo negocio principal era la banca comercial. Estas concentraban el 28 % de los activos totales de las sociedades de valores en 2019 y en torno al 11 % 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 el 62 % de las comisiones netas de retrocesiones derivadas de la gestión de IIC y el 70 % del importe total de las comisiones percibidas por el conjunto de gestoras.

Atendiendo a todas estas consideraciones, se estima que el 68 % del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión en España (incluida 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 lo desarrollan 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, dinamismo y competencia habrá en el sector.

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

Además de los consiguientes beneficios en términos de menores costes y mejor servicio para los inversores, esto también es interesante desde dos perspectivas: i) la del deseable mayor 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.

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 el año 2019 la tendencia alcista de los últimos ejercicios, tanto en la inscripción de vehículos como de sociedades gestoras. En total, se inscribieron un total de 106 vehículos de inversión cerrados y 16 nuevas sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado. De esta forma, el registro de la CNMV cerró el ejercicio con un total de 458 vehículos de inversión y 106 sociedades gestoras, lo que supone un aumento del 24,1 % y del 12,8 %, respectivamente, respecto a las cifras de cierre de 2018, que marcan un nuevo máximo histórico.

En el ámbito de los vehículos de inversión de tipo cerrado, entre las citadas 106 nuevas entidades, existe una gran variedad en cuanto a su naturaleza jurídica y objetivo de inversión. Por lo que a entidades de capital riesgo se refiere —fondos de capital riesgo (FCR) y sociedades de capital riesgo (SCR)—, el número de altas fue de 68, de las cuales 5 correspondieron a ECR-Pyme. También se inscribieron 12 fondos de capital riesgo europeos (FCRE) y 4 fondos de emprendimiento social europeo (FESE), figuras contempladas, respectivamente, por los Reglamentos (UE) n.º 345/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre fondos de capital riesgo europeos y (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 2019 figuraban inscritos 12 FCRE y 4 FESE, lo que supone un incremento del 178 % frente al ejercicio precedente.

En el ejercicio 2019, de nuevo fueron relevantes las inscripciones de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC): 17 nuevas entidades, 9 de ellas sociedades de inversión colectiva de tipo cerrado (SICC) y 8 fondos de inversión colectiva de tipo cerrado (FICC). Estos vehículos de inversión, introducidos por la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, gozan de gran flexibilidad en su régimen de inversiones, tanto en la política de inversión como en el cumplimiento de coeficientes. Conviene señalar que un número significativo de estos vehículos nacen con patrimonio muy reducido y concentran su inversión en una única sociedad. Pero en 2019 cabe destacar la inscripción de dos SICC cuya estructura se basa en un acuerdo con el Banco Europeo de Inversiones, por el que este pone a disposición de cada vehículo un préstamo de importe muy relevante para su inversión en proyectos de desarrollo sostenible en la

Comunidad de Andalucía. Por otra parte, se inscribieron dos nuevos FICC y una SICC que eran antiguos vehículos de capital riesgo y que se acogieron a esta figura con el fin de tener un régimen más flexible en cuanto al cumplimiento de los coeficientes de inversión.

Por su parte, la iniciativa del ICO a través de FOND-ICO Global, FCR continuó teniendo gran relevancia en la captación de nuevos recursos del sector privado a través de fórmulas de coinversión. En el ejercicio 2019 se resolvió la undécima convocatoria por un importe total de 166 millones de euros, seleccionándose un total de 10 entidades en sus diversas categorías de inversión (capital expansión, capital riesgo, transferencia de tecnología, incubación y deuda) y se lanzó la duodécima convocatoria, que previsiblemente se resolverá en el primer trimestre de 2020, con un compromiso de inversión de hasta 284 millones de euros y un número ofertado de hasta 13 fondos (el mayor desde la creación de FOND-ICO Global, FCR).

Por lo que respecta a las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC), su número se incrementó en 16, de forma que a 31 de diciembre de 2019 figuraban 106 SGEIC inscritas en el Registro de la CNMV. Tres de las nuevas SGEIC inscritas se constituyeron cumpliendo con todos los requisitos exigidos al efecto por la Directiva sobre gestores de fondos de inversión alternativa, lo que implica la posibilidad de obtener el pasaporte europeo para los vehículos gestionados, así como la facultad de 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.

Altas y bajas en el Registro en 2019

CUADRO 3.3.1

Tipo de entidad	Entidades registradas a 31/12/18			Entidades registradas a 31/12/19
	Altas	Bajas		
Sociedades de capital riesgo (SCR)	121	32	5	148
Fondos de capital riesgo (FCR)	181	36	7	210
Sociedades de capital riesgo pyme (SCR-Pyme)	17	2	0	19
Fondos de capital riesgo pyme (FCR-Pyme)	10	3	3	10
Fondos de capital riesgo europeo (FCRE)	8	12	0	20
Fondos de emprendimiento social europeo (FESE)	1	4	0	5
Total entidades de capital riesgo (ECR)	338	89	15	412
Sociedades de inversión colectiva de tipo cerrado (SICC)	19	9	2	26
Fondos de inversión colectiva de tipo cerrado (FICC)	12	8	0	20
Total entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC)	31	17	2	46
Total ECR + EICC	369	106	17	458
Sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado (SGEIC)	94	16	4	106

Fuente: CNMV.

Algunos datos relevantes del sector de capital riesgo

Según las estimaciones correspondientes a 2019 realizadas por la Asociación Española de Entidades de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI), el ejercicio anterior finalizó con una cifra histórica en términos de volumen de inversión en capital privado y capital riesgo y, por primera vez, el sector ha alcanzado la media europea en términos de inversión anual sobre el PIB. Así, el volumen de inversión superó los 8.500 millones de euros, repartidos en un total de 680 operaciones, lo que supone un incremento cercano al 46 % con respecto a la cifra registrada en 2018.

En relación con el tamaño de las inversiones, en este ejercicio se contabilizaron un total de 18 operaciones que superaron los 100 millones de euros (*megadeals*), lo que representa un récord histórico, tanto en volumen como en número de inversiones. Por su parte, la actividad del capital del segmento medio (operaciones que se cuantifican entre 10 y 100 millones) registró un volumen en torno a los 1.990 millones de euros, materializado en 69 operaciones, lo que supone un incremento superior al 35 %.

Los operadores internacionales siguieron aumentando su importancia relativa, con un 80,7 % de la inversión total (77 % en 2018 y 72 % en 2017), y destaca su presencia en las grandes operaciones, mientras que los inversores nacionales privados y públicos intervinieron, en general, en un mayor número de operaciones de menor tamaño.

Si se analiza la inversión desde el punto de vista de la fase de desarrollo del proyecto, se puede observar que 2019 fue un año en el que el *venture capital* mantuvo un protagonismo destacado, confirmando la tendencia de los ejercicios precedentes, con un volumen de inversión de 737 millones de euros en un total de 517 inversiones (510 en 2018). Cabe mencionar que en este segmento los operadores nacionales, tanto privados como públicos, tienen un papel más destacado que los fondos internacionales. Como viene siendo habitual en los últimos ejercicios, en 2019 siguió existiendo un apoyo relevante en este segmento de inversiones de los programas de fondos públicos FOND-ICO Global y la iniciativa Invierte, del Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI).

En cuanto al volumen de desinversiones, se registró durante el ejercicio un volumen superior a los 2.250 millones de euros, tras cerrar 258 operaciones (2.000 millones y 295 operaciones en 2018).

Los sectores que recibieron un mayor volumen de inversión a lo largo del ejercicio pasado fueron otros servicios (25 %), energía y recursos naturales (21 %) y productos de consumo (12,7 %), mientras que por número de operaciones el sector de la informática fue el más relevante, con 293 operaciones, alrededor del 40 % del total.

3.3.2 Plataformas de financiación participativa

Durante 2019 se presentaron 8 solicitudes de autorización de plataformas de financiación participativa (PEP), de modo que, desde la publicación de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, que regula dichas entidades y hasta finales del año pasado, el número total de solicitudes ha sido de 74. En cuanto a su evolución, y a excepción del repunte de 2018, continúa el descenso en el número de solicitudes presentadas, con cifras alejadas de las que se registraron en los primeros años: 24 solicitudes en 2015 y 21 en 2016 (véase cuadro 3.3.2). Aun así se debe tener en cuenta que en 2015 la mayoría de las solicitudes se referían 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 actividad.

Número de solicitudes de PFP

CUADRO 3.3.2

Tipo de PFP	Valores	Préstamos	Mixta	Sin dato ¹	Total
2015	10	12	1	1	24
2016	7	7	7	0	21
2017	3	3	3	0	9
2018	2	4	6	0	12
2019	1	5	2	0	8
Total acumulado	23	31	19	1	74

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

En 2019 se autorizaron 3 PFP (2 mixtas, de préstamos y valores, y 1 de valores), mientras que las 2 autorizadas en 2018 eran únicamente de valores. Además, en 2019 desistieron o se dieron por desistidas otras 5, frente a las 13 de 2018 (véanse cuadros 3.3.3 y 3.3.4). Una de las autorizaciones concedidas a un proyecto de PFP de valores caducó en 2019, al transcurrir más de un año sin haber realizado su inscripción en el Registro de la CNMV; no obstante, el promotor del proyecto volvió a solicitar la autorización, que se resolvió favorablemente en este ejercicio.

Número de PFP autorizadas

CUADRO 3.3.3

Tipo de PFP	Valores	Préstamos	Mixta	Total
2015	1	0	0	1
2016	7	8	2	17
2017	4	2	3	9
2018	2	0	0	2
2019	1	0	2	3
Total acumulado	15	10	7	32

Fuente: CNMV.

Número de PFP denegadas y desistidas

CUADRO 3.3.4

Tipo de PFP		Valores	Préstamos	Mixta	Sin dato ¹	Total
2016	Denegadas	1	0	0	0	1
	Desistidas	2	4	0	1	7
2017	Denegadas	1	2	1	0	4
	Desistidas	1	2	1	0	4
2018	Denegadas	0	0	1	0	1
	Desistidas	2	5	6	0	13
2019	Denegadas	0	0	0	0	0
	Desistidas	0	3	2	0	5
Total acumulado	Denegadas	2	2	2	0	6
	Desistidas	5	14	9	1	29

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

Tras esta actividad de autorización y las subsiguientes altas y bajas, en el Registro de la CNMV había inscritas a 31 de diciembre de 2019 un total de 28 plataformas. Un total de 4 entidades se registraron y 2 se dieron de baja. Por su parte, 5 se habían registrado en 2018, 8 en 2017, 12 en 2016 y 1 en 2015. Entre las principales características de las plataformas registradas destacan las siguientes:

- 12 son de valores, 9 de préstamos y 7 mixtas.
- 8 son inmobiliarias (4 más que en 2018), 1 de préstamos, 4 de valores y 3 mixtas.
- 15 tienen su domicilio social en Madrid, 6 en Barcelona, 2 en Valencia, 1 en Soria, 1 en Ávila, 1 en Santa Cruz de Tenerife, 1 en Las Palmas y 1 en Bilbao.
- 1 PFP de préstamos y otra 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 de PFP		Valores	Préstamos	Mixtas	Total
2015	Madrid	1	0	0	1
	Barcelona	0	0	0	0
	Total	1	0	0	1
2016 ¹	Madrid	3	4	0	7
	Barcelona	1	2	0	3
	Total	4	8	0	12
2017 ¹	Madrid	0	1	3	4
	Barcelona	2	0	0	2
	Total	3	1	4	8
2018 ¹	Madrid	1	1	0	2
	Barcelona	1	0	1	2
	Total	3	1	1	5
2019 ¹	Madrid	1	0	1	2
	Barcelona	0	0	0	0
	Total	2	0	2	4
Total acumulado²	Madrid	5	6	4	15
	Barcelona	4	1	1	6
	Total	12	9	7	28

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 y en 2019, una con domicilio social en Ávila y otra en Las Palmas. (2) La suma de los distintos años no coincide con el total acumulado como consecuencia de las dos bajas producidas en 2019 (una PFP de valores domiciliada en Madrid y otra de préstamos en Barcelona).

La información recibida de las plataformas en relación con su actividad en 2019 muestra que estas entidades captaron 139,1 millones de euros, un volumen que representa un avance del 34,4 % en relación con la cifra de 2018. Además, el número

de proyectos publicados ascendió a 12.866, lo que implica que prácticamente se cuadruplicó respecto al año anterior, aunque hay que tener en cuenta que esto se debió al elevado número de proyectos de una sola plataforma, cuya labor es financiar servicios personales. Esta plataforma, que nació en 2018, acapara el 93,2 % de todos los proyectos, pero estos tienen un importe individual reducido, de unos 3.000 euros, aproximadamente. El número de inversores, por su parte, se situó en 23.581, un 17,7 % más que a finales de 2018. Se observa una gran heterogeneidad en el sector, ya que 3 de las plataformas concentraban el 61,0 % de la financiación total captada y el 53,6 % de los inversores.

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 2018 recibidos en la CNMV, excluidos los fondos de titulización de activos y los fondos de activos bancarios, ascendió a 296 —considerando tanto los individuales como los consolidados— que corresponden a 152 emisores de valores. El número de emisores fue un 2 % inferior al registrado en el ejercicio anterior, principalmente por la exclusión de cotización de algunas sociedades. Este efecto se vio parcialmente compensado por la salida a bolsa de dos entidades no financieras.

El porcentaje de informes de auditoría con opinión favorable fue del 97,3 %, ligeramente inferior al 98,3 % de las cuentas anuales de 2017. Por undécimo ejercicio consecutivo, todos los informes de auditoría de las entidades del Ibex 35 presentaron una opinión favorable. El informe de auditoría de una entidad³ tuvo opinión denegada ante la importancia de la limitación al alcance existente. Se trata de una sociedad cuyas acciones fueron suspendidas de negociación en noviembre de 2018, cuando solicitó voluntariamente el concurso de acreedores, y que fue finalmente excluida en septiembre de 2019. En los dos ejercicios anteriores ninguna entidad presentó opinión denegada.

El número de cuentas anuales auditadas de entre las recibidas de fondos de titulización ascendió a 317 (340 en 2017), incluidas las de fondos en liquidación y fondos privados. De los informes de auditoría, dos incorporaron algún tipo de párrafo de énfasis relacionado con la liquidación anticipada del fondo acordada con posterioridad a la fecha de formulación de las cuentas anuales. Cabe destacar el notable descenso en el número de párrafos de énfasis respecto a los del ejercicio anterior

1 La información financiera anual se encuentra disponible en www.cnmv.es, en el apartado de búsqueda por entidades de consultas a registros oficiales, bajo el epígrafe «Informes financieros anuales», accediendo a la consulta de registros oficiales de informes financieros anuales de las sociedades emisoras de valores.

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

3 Adveo Group International, S.A. (en liquidación).

(2 informes en 2018, frente a 13 informes en 2017). Esta disminución está relacionada con la entrada en vigor del nuevo formato de informe de auditoría, en el que se ha trasladado al apartado de «Cuestiones clave de la auditoría» la información sobre la que el auditor quiere llamar la atención. Entre las cuestiones clave, cabe destacar aquellas referidas al volumen de deterioro de los activos titulizados y al fondo de reserva.

Resumen de los informes de auditoría de entidades emisoras recibidas en la CNMV (excluidos fondos de titulización y fondos de activos bancarios)

CUADRO 4.1.1

	Ejercicio 2016		Ejercicio 2017		Ejercicio 2018	
	Número	%	Número	%	Número	%
Auditorías recibidas en la CNMV	309	100,0	297	100,0	296	100,0
Cuentas individuales	165	53,4	155	52,2	154	52,0
Cuentas consolidadas	144	46,4	142	47,8	142	48,0
Informes especiales O.M. 30/9/92	7	–	5	–	4	–
Opinión de auditoría						
Opinión favorable	302	97,7	292	98,3	288	97,3
Opinión con salvedades	7	2,3	5	1,7	6	2,0
Denegación de opinión u opinión adversa	0	0,0	0	0,0	2	0,7
Tipos de salvedades						
Auditorías con excepciones	3	1,0	2	0,7	2	0,7
Auditorías con limitaciones al alcance	7	2,3	5	1,7	4	1,4
Efectos de las excepciones						
Efectos sobre resultados de las excepciones						
Auditorías con efectos positivos	2	0,0	0	0,0	0	0,0
Auditorías con efectos negativos	0	0,0	0	0,0	2	0,7
Efectos sobre patrimonio de las excepciones						
Auditorías con efectos positivos	2	0,0	0	0,0	0	0,0
Auditorías con efectos negativos	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Naturaleza de los párrafos de énfasis						
Relacionado con la continuidad de negocio	34	11,0	25	8,4	25	8,4
Relacionado con la recuperación de activos	10	3,2	0	0,0	2	0,7
Relacionado con otras circunstancias	7	2,3	1	0,3	1	0,3

Fuente: CNMV.

La Ley del Mercado de Valores encomienda a la CNMV el deber de comprobar que la información periódica regulada se ha elaborado de conformidad con la normativa aplicable. Para el ejercicio de esta relevante función —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, la CNMV se dirige a los emisores, cuando es preciso, 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 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 regulación aplicable. En cuanto al ejercicio 2018, esta revisión formal de cuentas anuales e informes de gestión 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 sistema de control interno de la información financiera (SCIIF); 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), y v) el estado de información no financiera (EINF) está incluido como parte del informe de gestión por parte de las entidades que cumplan determinados requisitos (Ley 11/2018, de 28 de diciembre). También fue objeto de análisis 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.

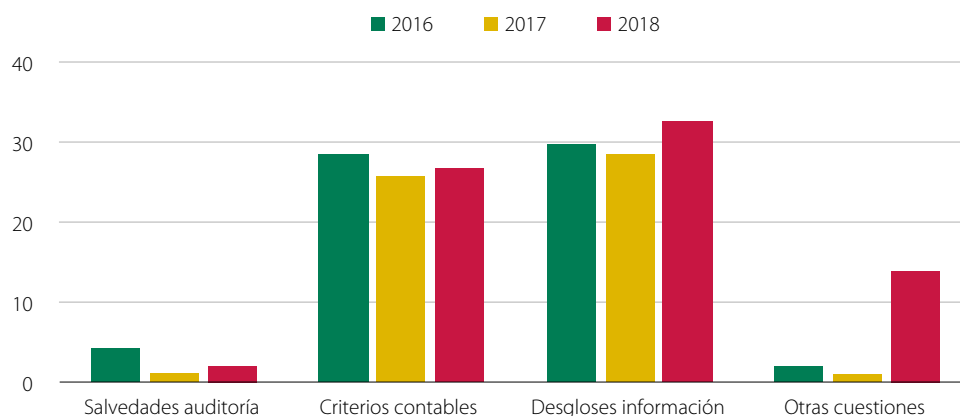
En segundo lugar, la CNMV realiza una revisión global o sustantiva de un número determinado de cuentas anuales auditadas. Para identificar las entidades que son objeto de dicha revisión, se aplica un modelo mixto de selección basado en el riesgo y en una rotación aleatoria, de conformidad con las directrices de supervisión de ESMA. En 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.

Durante 2019 no se han requerido explicaciones o actuaciones adicionales a ninguna entidad sujeta a revisión sustantiva por presentar un informe de auditoría con salvedades. No obstante, se requirió información adicional a 30 entidades, de entre las sujetas a revisión sustantiva, por uno o varios de los siguientes motivos: i) cuestiones relativas a políticas contables de reconocimiento o valoración —25 entidades—; ii) ampliación de los desgloses de información suministrados en el informe financiero anual —30 entidades—; iii) información relativa al EINF —6 entidades—, y iv) otras cuestiones formales —2 entidades—.

El gráfico 4.1.1 muestra los principales motivos por los que se remitieron requerimientos de información a las entidades cotizadas durante los últimos tres ejercicios.

Motivo de los requerimientos a los emisores (excluidos FT y FAB¹)

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*⁴, 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.

Como consecuencia de estas actuaciones de supervisión, un emisor reformuló sus cuentas anuales para corregir los efectos de una salvedad por incumplimiento de principios contables en relación con el test de deterioro de una participada en las cuentas individuales y del correspondiente fondo de comercio en el consolidado y otro emisor reexpresó las cifras individuales correspondientes al ejercicio 2018 para corregir la reversión de deterioro de valor de un fondo de comercio que debía haberse recogido en reservas y no en resultados, por tratarse de un error de ejercicios anteriores. En nueve casos las actuaciones de supervisión de las cuentas anuales de 2018 dieron lugar a un compromiso de futura corrección de la información financiera.

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 2018 de dos fondos de activos bancarios (FAB), uno menos que en 2017. 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 2018 ni de 2017.

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

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 salvedades de auditoría y las informaciones adicionales que los emisores envían en respuesta a los requerimientos remitidos, así como 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 semestral⁵. 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.

Cuando el informe financiero semestral sea auditado con carácter voluntario, el informe del auditor se debe publicar íntegramente dentro del mismo. En caso contrario, se debe incluir 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 56,2 % de los emisores⁶ (53,1 % en el mismo periodo del año anterior) sometieron sus cuentas del primer semestre de 2019⁷ a algún tipo de revisión por parte de los auditores. Este porcentaje se eleva al 91,2 % si se consideran solo las entidades que forman parte del Ibex 35 (94,1 % en el mismo periodo del ejercicio previo).

En el supuesto de realizar una auditoría de cuentas completa (9 casos), el auditor ofrece una seguridad razonable sobre los estados financieros intermedios, mientras que en un trabajo de revisión limitada (73 entidades) la seguridad que ofrece el auditor es moderada. Ninguna de las opiniones emitidas por los auditores tuvo salvedades.

Cabe recordar que el Anteproyecto de Ley, de 2 de marzo de 2020, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras prevé, en materia de información financiera periódica y a propuesta de la CNMV, la eliminación del carácter obligatorio de la información trimestral.

En concreto, en dicho anteproyecto se propone la derogación del artículo 120 de la Ley del Mercado de Valores y se elimina la obligación de las empresas cuyas

5 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.

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

7 En el caso de entidades cuyo cierre de ejercicio no coincide con el año natural, se ha considerado la última información financiera correspondiente al primer semestre presentada hasta el 31/12/2019.

acciones cotizan en mercados regulados de publicar información financiera trimestral. Esto supone homologar la norma española con la de la práctica totalidad de países de la Unión Europea y con todos los mercados relevantes en Europa. De esta forma, las empresas que lo deseen seguirán presentando información trimestral pero aquellas a las que les suponga una carga excesiva, o que perciban que les implica sufrir presiones cortoplacistas, podrán no hacerlo.

Estado de información no financiera: Primer año de aplicación de la Ley 11/2018

RECUADRO 6

La Ley 11/2018 amplió, respecto al Real Decreto-ley 18/2017, los desgloses de información no financiera de las sociedades emisoras para los ejercicios iniciados a partir del 1 de enero de 2018, lo que ha tenido su reflejo en los informes financieros anuales recibidos por la CNMV a lo largo de 2019. A este respecto, se ha observado una cierta mejoría en la calidad de su información, a lo que ha podido contribuir la obligación de que el EINF sea examinado por un prestador independiente de servicios de verificación, que, en el 81 % de los casos, ha sido una de las 4 principales firmas de auditoría (Deloitte, EY, PwC y KPMG). La CNMV ha revisado los contenidos de los EINF incluidos en el informe de gestión consolidado de 2018 de 96 emisores (95 en 2017) y son destacables las siguientes observaciones:

- La identificación de los marcos de referencia utilizados y su alcance debería ser más precisa. Se recuerda que es necesario especificar el marco o los marcos de referencia aplicados, su grado de aplicación (total o parcial) y si se trata de marcos de referencia nacionales, europeos o internacionales. En todo caso, deben ser marcos de referencia ampliamente aceptados y de alta calidad.
- Se debería facilitar el método de cálculo para obtener determinados datos incluidos en el informe como son, entre otros: las remuneraciones medias, su evolución por sexo, edad y clasificación profesional y la brecha salarial.
- ESMA recuerda la importancia de la neutralidad de la información y de no centrarse solamente en los aspectos positivos. No obstante, cuando en circunstancias excepcionales la entidad pueda acreditar que determinados desgloses se consideran seriamente perjudiciales para el emisor o para su posición comercial o competitiva, ello no debe, en ningún caso, impedir que se suministre la información necesaria que permita a los usuarios una comprensión equilibrada y fiel de la situación, el rendimiento y la evolución del emisor o su grupo y del impacto de su actividad. A este respecto, tal y como las propias Directrices de la Comisión Europea de 2017 recomiendan, en estas situaciones cabe suministrar información relevante de una manera agrupada y menos detallada, pero siempre que sea útil para los inversores y para el resto de grupos de interés pertinentes.
- Asimismo, ESMA recuerda a los emisores la relevancia de la información en cuestiones medioambientales, indicando el impacto de la empresa o su grupo en el medio ambiente y en el cambio climático y viceversa (impacto del medio ambiente y el cambio climático en la empresa o su grupo). En concreto, se recomienda que se tengan en cuenta las Directrices

sobre el EINF de la Comisión Europea de junio de 2017 y el suplemento sobre cambio climático de junio de 2019, y que la información sea coherente con las recomendaciones del grupo de trabajo sobre desgloses relativos al impacto del cambio climático de 2017, incorporadas a solicitud del Financial Stability Board (FSB). Todas ellas pretenden que las entidades faciliten los desgloses acerca de las repercusiones que el cambio climático supone para ellas y de los riesgos a los que se exponen.

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

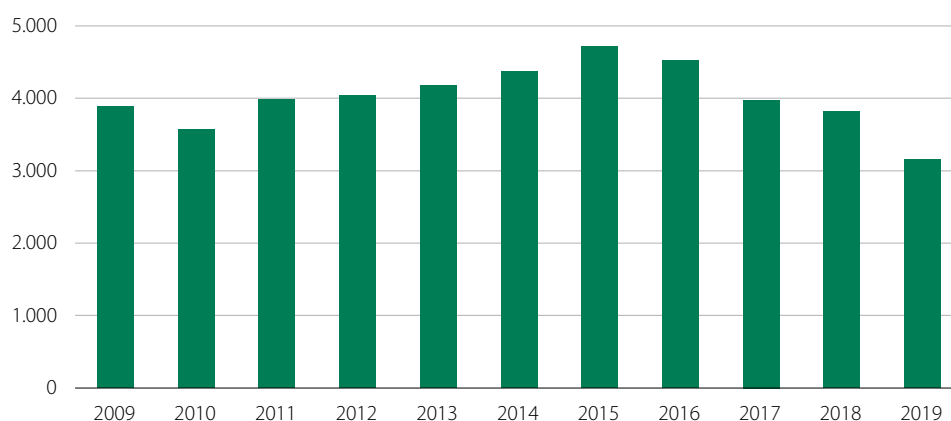
Las comunicaciones de participaciones significativas de accionistas y operaciones de consejeros, así como las declaraciones de operaciones sobre acciones propias de la sociedad cotizada (en adelante, notificaciones) están reguladas por el Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla 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).

El 11 de diciembre de 2019 se implementó un sistema para la publicación automática de las notificaciones que se reciben a través de la sede electrónica de la CNMV. De las 116 notificaciones que se han recibido a través de la sede desde esa fecha, el 90,5 % se ha publicado automáticamente sin incidencias.

Durante el ejercicio 2019 se validaron un total de 3.155 notificaciones, lo que supone un descenso del 17,3 % respecto a 2018. En cuanto a la distribución de las notificaciones registradas, el 50 % correspondió a accionistas significativos no consejeros (45 % en 2018), el 45 % a consejeros (39 % en 2018) y el 5 % restante, al igual que en 2018, a operaciones de autocartera.

Evolución de las notificaciones registradas anualmente (2009-2019)

GRÁFICO 4.2.1



Fuente: CNMV.

Notificaciones anuladas y rectificadas

Las notificaciones validadas representaron el 90 % de las recibidas (3.515), siendo las restantes anuladas o sustituidas, en su caso, por nuevas comunicaciones. El número de notificaciones erróneas anuladas descendió un 24,7 % respecto a 2018.

La mayoría de las notificaciones anuladas lo son a instancias de la CNMV cuando, en el ejercicio de sus funciones de supervisión, se detectan errores, omisiones o incongruencias. Como en años anteriores, los motivos más frecuentes por los que se requiere la rectificación de una notificación son: i) errores en las fechas, 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) incongruencia entre la posición inicial declarada por el sujeto obligado en su nueva notificación y la posición final declarada en la última notificación registrada. También es frecuente que, tras ampliaciones o reducciones de capital en la sociedad cotizada, los sujetos obligados incorporen incorrectamente en sus notificaciones tanto el número total de los derechos de voto del emisor como su porcentaje de participación.

El 51 % de las notificaciones anuladas fueron presentadas por consejeros, el 40 % por accionistas significativos y el 9 % restante corresponden a declaraciones de las sociedades sobre operaciones con acciones propias.

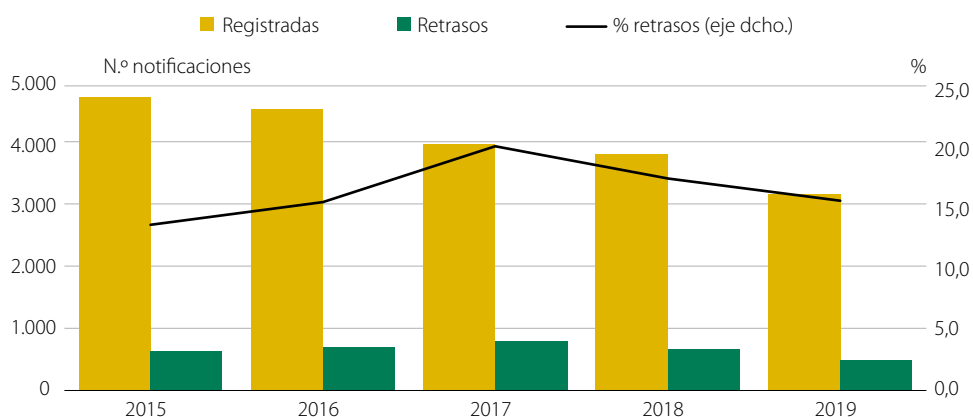
Notificaciones presentadas fuera de plazo

El número de notificaciones recibidas en un plazo superior al máximo establecido en la normativa se sitúa en 492 (665 en 2018), lo que supone un 15,6 % del total frente al 17,4 % de 2018. El 97 % de las notificaciones con demora fueron comunicaciones presentadas por consejeros y accionistas significativos (87 % en 2018).

A continuación se muestra la evolución durante los últimos cinco años del número de notificaciones totales registradas y el de aquellas enviadas con retraso, en el eje izquierdo, y del porcentaje de retrasos en el eje derecho.

Notificaciones presentadas con demora

GRÁFICO 4.2.2



Fuente: CNMV.

En 2019, la proporción de notificaciones presentadas con una demora inferior a 7 días fue del 53,5 % (53,6 % en 2018). Las demoras de presentación superiores a 90 días disminuyeron hasta el 14,0 % (16,2 % en 2018).

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 5,4 (5,0 en 2018). Durante 2019, las 1.591 notificaciones recibidas (1.746 en 2018) afectaron a participaciones significativas en 107 sociedades cotizadas (109 en 2018) y fueron efectuadas por 297 accionistas distintos (351 en 2018). 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 16 y 30 %	Entre 31 y 50 %	Más del 50 %
Ibex 35	398	301	72	13	1	11
Más de 500 millones €	917	573	301	25	2	16
Menos de 500 millones €	276	146	62	16	2	50
Total	1.591	1.020	435	54	5	77
% sobre el total	100	64	27	3	1	5

Fuente: CNMV.

Notificaciones referidas a consejeros

El Real Decreto de Abuso de Mercado obliga —entre otros— 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 en la que 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 2019 los consejeros presentaron 1.394 notificaciones sobre 117 sociedades, lo que representa un descenso del 5,4 % respecto al número de comunicaciones recibidas en el ejercicio 2018.

Número de notificaciones sobre derechos de voto correspondientes a consejeros

CUADRO 4.2.2

	Emisores			Notificaciones			Consejeros		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Ibex 35	34	35	32	534	537	485	252	281	242
Más de 500 millones €	41	40	42	377	406	403	210	221	218
Menos de 500 millones €	59	53	43	556	531	506	239	236	165
Total	134	128	117	1.467	1.474	1.394	701	738	625

Fuente: CNMV

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 Estado de origen está obligado a comunicar a la CNMV la proporción de derechos de voto que quede en su poder cuando realice adquisiciones que alcancen o superen el 1 % de los derechos de voto totales. Desde abril de 2009, el límite máximo de autocartera previsto por la Ley de Sociedades de Capital para las sociedades cotizadas pasó del 5 % al 10 %. Durante 2018, se validaron en la CNMV un total de 170 notificaciones de operaciones con acciones propias (154 en 2018), que afectaron a 55 emisores, al igual que en 2018. 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	85	48	17	12	4	3	1
Más de 500 millones €	50	16	8	11	9	2	4
Menos de 500 millones €	35	25	3	4	2	–	1
Total	170	89	28	27	15	5	6

Fuente: CNMV.

Pactos parasociales y acciones concertadas

La Ley de Sociedades de Capital⁸ exige dar publicidad a los pactos parasociales que afecten a las sociedades cotizadas o a las entidades que ejercen el control sobre una sociedad cotizada. Estas comunicaciones se registran como hecho relevante. Los pactos pueden regular el ejercicio de los derechos de voto o restringir la libre transmisibilidad de las acciones. Si se da la primera circunstancia, la CNMV analiza su efecto en las notificaciones de participaciones significativas. Durante 2019, se recibieron

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

en la CNMV un total de 22 hechos relevantes (39 en 2018) sobre pactos parasociales, que afectaron a 14 sociedades cotizadas (21 en 2018).

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 sea notificado como acción concertada. A lo largo de 2019 se registraron 22 comunicaciones (mismo número que en 2018) de acción concertada entre los accionistas de 9 sociedades cotizadas (11 en 2018).

4.3 Informe de gobierno corporativo

En el año 2019, 139 sociedades anónimas cotizadas (137 en 2018) y 20 emisores de renta fija (25 en 2018) presentaron el informe anual de gobierno corporativo (IAGC) correspondiente al ejercicio 2018, 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).

Desde ese año, en virtud de la Circular 2/2018⁹, se permite a las sociedades cotizadas presentar en formato libre el IAGC y el informe anual de remuneraciones de los consejeros (IARC) correspondientes a los ejercicios cerrados a partir del 31 de diciembre de 2018, acompañados del correspondiente anexo estadístico. Así, 14 sociedades cotizadas (9 del Ibex 35) y otras 2 del resto de emisores de valores optaron por remitir sus IAGC en este formato.

En general, no se produjeron incidencias en la recepción telemática de los informes, si bien se remitieron 7 requerimientos por su presentación fuera de plazo (9 en 2017).

A partir de los IAGC de las sociedades¹⁰, 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 2018, los **aspectos y tendencias más relevantes de las prácticas de gobierno corporativo** de las sociedades cotizadas son los que se detallan a continuación.

9 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.

10 Para el ejercicio 2018, no se han tenido en cuenta en el análisis los IAGC/IARC correspondientes a cinco sociedades, por no haber aplicado el modelo de la Circular 2/2018 al tener un ejercicio irregular, y el correspondiente a otra sociedad, por no facilitar datos del ejercicio completo al haber salido a cotización durante el año 2018.

Aplicación del principio «cumplir o explicar»

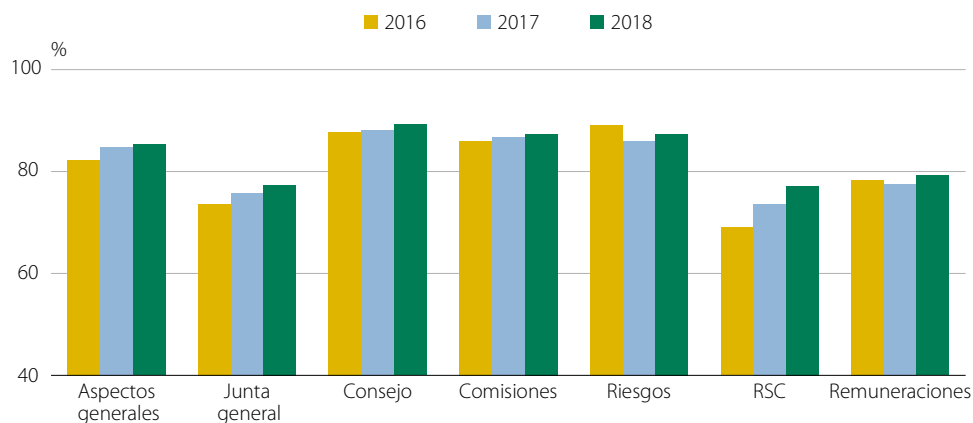
El grado de seguimiento del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas en su cuarto año de aplicación fue elevado. En promedio, las sociedades cotizadas cumplieron el 85,7 % de las recomendaciones del nuevo código (en 2017 el grado de seguimiento fue del 84,68 %) y de forma parcial el 7 % (como en 2017). Por tanto, a nivel agregado, las recomendaciones que no fueron observadas por las sociedades cotizadas ni siquiera de forma parcial supusieron solamente el 7,3 % del total.

En 2018, las sociedades del Ibex 35 han cumplido el 90,3 % del Código de buen gobierno y, adicionalmente, de forma parcial otro 5,3 % de las recomendaciones que les son aplicables.

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 acerca del no seguimiento de las recomendaciones, la CNMV analizó una muestra de 341 de las incluidas en los IAGC de 2018 sobre las 10 recomendaciones menos seguidas del Código de buen gobierno.

En la revisión del ejercicio 2018 se ha detectado un aumento significativo de las explicaciones redundantes (aquellas que se limitan a reiterar el hecho del incumplimiento o solo indican la existencia de una desviación respecto de la recomendación), que se producen con mayor frecuencia en las recomendaciones relacionadas con la retribución de los consejeros.

A modo de ejemplo, a continuación se incluyen algunas explicaciones que se consideran reiterativas: «La sociedad no transmite en directo mediante vídeo ni a través de su página web la celebración de las juntas generales de accionistas»; «Hasta la fecha a que se refiere este informe anual de gobierno corporativo únicamente existían dos consejeros independientes de la sociedad»; «La remuneración variable del Consejero Ejecutivo no se encuentra vinculada a la entrega de acciones, sino a una remuneración económica, por así haberlo acordado los órganos de gobierno con el Ejecutivo»; «La Sociedad no tiene establecido para sus empleados ni para ningún nivel de directivo planes de opciones sobre acciones ni de entrega de acciones o

instrumentos financieros referenciados a su valor. De forma consistente con este planteamiento general, los consejeros ejecutivos no tienen tampoco retribución variable vinculada a la entrega de acciones ni a instrumentos financieros referenciados a su valor»; «Hasta la fecha, la evaluación del Consejo de Administración no se ha realizado con el auxilio de un consultor externo»; «Los acuerdos contractuales señalados en la recomendación no incluyen la cláusula de reembolso de los componentes variables»; «El contrato con el consejero delegado contiene una cláusula que establece una indemnización por terminación anticipada que no se ajusta estrictamente a lo previsto en la segunda parte de la recomendación».

La existencia de este tipo de explicaciones supone un claro campo de mejora que las sociedades deben tener en cuenta en la elaboración de sus IAGC de años futuros, ya que, tal como reconoce la Guía técnica 1/2016 sobre buenas prácticas para la aplicación del principio de «cumplir o explicar», aprobada por la CNMV el 15 de julio de 2016, mostrar las razones por las que se considera que la falta de seguimiento es coherente con el interés social y el espíritu del Código contribuye a un gobierno de la sociedad mejor y más eficaz. La CNMV seguirá prestando especial atención a este aspecto del gobierno corporativo de las sociedades en los próximos ejercicios.

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 21 sociedades (17 en 2018) 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 ajustaban a las recomendaciones y mencionaban la conveniencia de seguir las indicaciones de la Guía técnica sobre 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.

En 2019 se inició el proceso de actualización del Código de buen gobierno de 2015, con la finalidad de adaptar alguna de sus recomendaciones a los cambios legales producidos desde su entrada en vigor o dotarlas de mayor concreción o claridad. El proyecto se sometió a consulta pública entre el 15 de enero y el 14 de febrero de 2020, habiéndose recibido alrededor de 45 respuestas, y actualmente se encuentra en la fase de análisis y evaluación de tales respuestas.

Junta general de accionistas

El porcentaje medio de capital que participó en las juntas celebradas en 2018 se situó en el 72 % (69,3 % en 2017). Este porcentaje ha oscilado entre el 68 y el 72 % en los últimos 5 años. 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 1.325 (1.367 en 2017). El porcentaje que corresponde a compañías del Ibex 35 descendió ligeramente, hasta el 32,6 % (33 % en 2017).

El tamaño del consejo se situó de media en 10 miembros (9,8 en 2017), mientras que esa media fue de 13,1 consejeros en las sociedades del Ibex 35 (12,9 en 2017). En 2018 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 94,7 % de las sociedades (92,1 % en 2017). Los consejos con más de 15 miembros (3 %) continuaron concentrándose casi exclusivamente en compañías del Ibex 35.

Los presidentes de los consejos de las sociedades cotizadas siguieron siendo mayoritariamente ejecutivos (48,9 % en 2018), porcentaje que se redujo en más de 4 puntos con respecto a 2017, con lo que se mantiene la tendencia decreciente desde 2013. Por otra parte, aumentó hasta el 12,8 % el porcentaje de presidentes que tenían la condición de consejeros independientes (11,5 % en 2017).

En cuanto a la categoría de los miembros del consejo de administración, el 99,3 % de las sociedades contaba con una mayoría de consejeros no ejecutivos en el consejo (98,6 % en 2017).

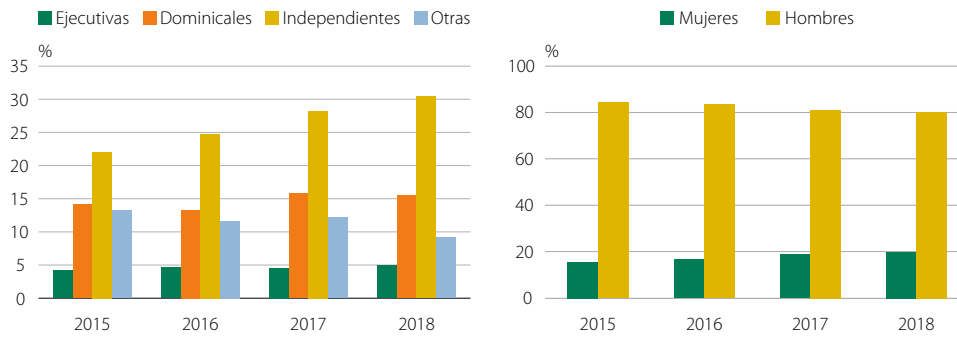
En 2018, el 63,6 % de las sociedades del Ibex 35 tenía en sus consejos al menos el 50 % de independientes, aunque ese porcentaje desciende hasta el 54,6 % si se toma como referencia que los independientes constituyan la mayoría de los consejeros. Del resto de sociedades, el 70 % (68,3 % en 2017) tenía 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 7,7 puntos porcentuales, para situarse en el 19,7 % en 2018 (18,9 % en 2017) y el 23,1 % en el Ibex 35 (22,8 % en 2017), cifra aún 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 2,2 puntos porcentuales de consejeras calificadas como independientes, que han pasado a representar un 30,4 % del total de independientes en 2018 (28,2 % en 2017). También aumentó ligeramente el porcentaje de consejeras ejecutivas, que se sitúa en el 4,9 % del total de consejeros ejecutivos. Por el contrario, se redujo el porcentaje de otras externas hasta alcanzar el 9,2 % (12,1 % en 2017) y el de consejeras dominicales, que pasan a representar el 15,5 % del total de dominicales (15,7 % en 2017).

El gráfico 4.3.2 muestra la evolución de la presencia femenina en los consejos, según la categoría de las consejeras. En el panel izquierdo se indica el porcentaje que las consejeras en cada una de las cuatro categorías representan del total de consejeros, hombres y mujeres, de dicha categoría. Y en el panel derecho se indica el porcentaje de hombres y mujeres en el consejo, sin diferenciar entre categorías.

Porcentaje de mujeres consejeras sobre total de consejeros

GRÁFICO 4.3.2



Fuente: IAGC de las empresas y CNMV.

Comisiones del consejo

En 2018, un 32,3 % (36 % en 2017) de las sociedades cotizadas tenía constituida una comisión delegada con funciones ejecutivas. 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 seis 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 IARC que publica cada sociedad cotizada.

El ejercicio 2018 ha sido el primero en el que las sociedades han elaborado sus IARC siguiendo los nuevos modelos que establece la Circular 2/2018, de 12 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En el nuevo modelo de IARC se incluyen como retribución devengada del ejercicio las aportaciones que se hayan realizado a los sistemas de ahorro a largo plazo, cuando los derechos económicos se consoliden directamente a favor de los consejeros, y también el importe de los fondos acumulados cuya consolidación se hubiera producido durante el ejercicio.

En el año 2019, 133¹¹ sociedades anónimas cotizadas presentaron el informe correspondiente al ejercicio 2018, conforme a lo previsto en el artículo 541 de la Ley de Sociedades de Capital. 16 sociedades (11 del Ibex 35) optaron por presentarlo en formato libre, acompañado del correspondiente anexo estadístico.

Las retribuciones medias por consejo y por consejero se situaron en 2018 en 3,8 millones de euros y 375.000 euros anuales, respectivamente. La retribución media por consejero supuso un aumento del 1,6 % con respecto al año anterior. No obstante, si se descuenta el efecto de considerar a partir de 2018 como remuneración del ejercicio los sistemas de ahorro que se consolidan en el periodo, ya sean las aportaciones del ejercicio o los fondos acumulados, la retribución media por consejero habría disminuido un 1,9 %.

11 De las 139 sociedades cotizadas que remitieron sus IARC, no se han tenido en cuenta en el análisis los IAGC/IARC correspondientes a 6 sociedades.

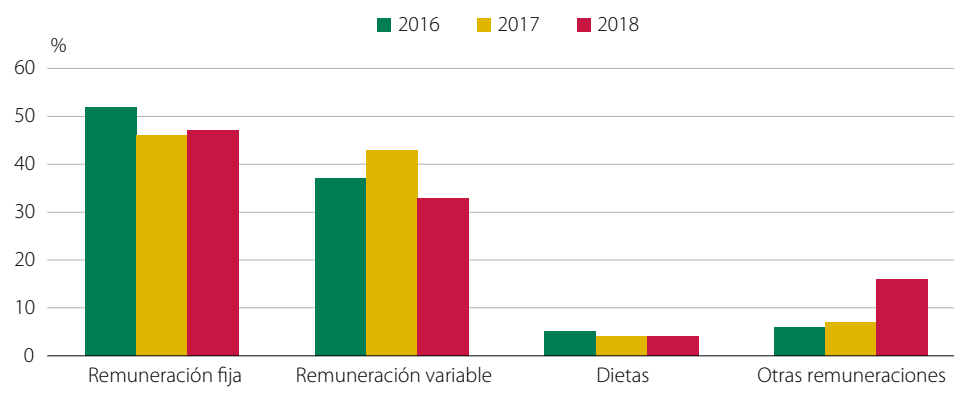
Por otro lado, la remuneración media devengada globalmente por los consejos de administración de las sociedades cotizadas fue, en promedio, un 1,5 % superior a la del año anterior. Descontando el efecto de la inclusión de los sistemas de ahorro como retribución del ejercicio en 2018, la remuneración media de los consejos habría disminuido un 2,5 % como consecuencia, principalmente, de la menor retribución variable devengada en el periodo.

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 32 % en su retribución media para el periodo 2013-2018.

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.

El importe más significativo de los componentes que conforman la remuneración corresponde a la retribución fija, que representa el 47 % del total. Por su parte, el porcentaje que supone la remuneración variable respecto al total de la remuneración se ha reducido en 10 puntos porcentuales, con lo que ha alcanzado el 33 % del total (37 % en el Ibex 35 y 27 % en las sociedades no Ibex 35); las dietas, el 4 % (2 % en las sociedades del Ibex 35 y 7 % en las no Ibex 35); la remuneración por sistemas de ahorro consolidados en el ejercicio (6 % en las sociedades del Ibex 35 y 2 % en las no Ibex 35); y el resto corresponde a indemnizaciones u otros conceptos retributivos.

En el gráfico se observa un incremento del porcentaje de «otras remuneraciones» sobre la retribución total debido, además de al descenso en la retribución variable, a la incorporación de los sistemas de ahorro con derechos económicos consolidados como retribución del ejercicio y a la indemnización de 14 millones de euros abonada por una sociedad¹² como consecuencia del cese de su anterior consejero delegado.

En las sociedades que no son de elevada capitalización, el incremento se debe, en gran medida, al pago de 18 millones de euros en concepto de bonus extraordinario que una sociedad¹³ ha concedido a uno de sus consejeros ejecutivos por una operación puntual.

12 Naturgy.

13 OHL.

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

RECUADRO 7

Desde 2018 la CNMV publica 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).

Este informe 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 R7.1

	Total mujeres		Ibex 35				Más de 500 M €					
	2017		2018		2017		2018		2017		2018	
	N.º	% s/ total	N.º	% s/ total	N.º	% s/ total	N.º	% s/ total	N.º	% s/ total	N.º	% s/ total
Total consejeras	258	18,9	272	19,9	103	22,8	110	23,9	81	18,4	77	19,2
Dominicales	72	15,7	73	15,3	19	16,5	25	20,8	30	17,7	22	13,9
Ejecutivas	10	4,5	10	4,3	3	4,2	4	5,4	2	2,8	1	1,7
Independientes	163	28,1	178	30,7	77	33,9	77	34,1	46	27,5	53	34,2
Otras externas	13	12,2	11	9,8	4	10,3	4	10,0	3	9,4	1	3,4
Mujeres alta dirección (excl. altas directivas consejeras)	156	14,8	168	15,8	62	14,3	71	16,0	60	16,9	61	17,7

Fuente: CNMV.

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.

La aspiración de alcanzar un nivel óptimo de desarrollo sin comprometer la capacidad de desarrollo futuro es un objetivo que ha ido cobrando peso paulatino en la sociedad, hasta posicionarse como un aspecto clave en la agenda política, económica y social. Así pues, se han desarrollado, tanto con carácter nacional como internacional, diversas iniciativas en materia de sostenibilidad que destacan su papel como forma de creación de valor a corto y largo plazo.

El ámbito de las finanzas no ha sido ajeno a este fenómeno y se están llevando a cabo múltiples actividades fundamentadas en la incorporación de los factores ambientales, sociales y de gobierno (ASG) a la toma de decisiones de inversión. Además, cada vez son más frecuentes las iniciativas que plantean la medición, verificación y divulgación de estos criterios en el sector financiero, que es un sector que desempeña un papel muy importante en la transición hacia un sistema económico más sostenible.

En este contexto, los supervisores de los mercados de valores tienen un papel muy relevante como promotores de estos factores, a través de la incorporación de la sostenibilidad en sus actuaciones en relación con aspectos como el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas o determinadas características de los productos de inversión.

La CNMV, consciente de ello, está participando muy activamente en diversos foros nacionales e internacionales relacionados con las finanzas sostenibles.

En el ámbito internacional, la vicepresidenta de la CNMV ostenta la presidencia de uno de los dos grupos de trabajo creados por la Sustainable Finance Network de IOSCO, dedicado a evaluar y analizar las iniciativas desarrolladas tanto por el sector público como el privado en más de 30 jurisdicciones. Los resultados de este estudio se integrarán en un documento que se presentó al Consejo de IOSCO en su reunión de febrero de 2020.

En el entorno europeo, la vicepresidenta de la CNMV también preside la Coordination Network on Sustainability de ESMA. Este comité está integrado por las autoridades nacionales de todos los miembros de ESMA y tiene como misión fundamental asegurar la adopción de líneas comunes de actuación en materia de sostenibilidad, no solo en el ámbito interno de los distintos comités y grupos de trabajo de ESMA, sino también en el de las autoridades nacionales miembros. Este comité coordina todo el trabajo de ESMA en materia de sostenibilidad y canaliza los mandatos recibidos de la Comisión Europea, entre los que hay que destacar el reciente análisis publicado en diciembre sobre la posible existencia de presiones en los mercados que favorezcan visiones cortoplacistas en las inversiones realizadas por las empresas (*Undue short-term pressure on corporations*), que contiene una serie de recomendaciones dirigidas a la Comisión respecto de la divulgación de información sobre factores de sostenibilidad y sobre las políticas de los inversores institucionales para involucrar a sus grupos de interés.

La CNMV también participa en otro grupo de trabajo europeo liderado por ESMA, el ESG Disclosures Subgroup, perteneciente al Joint Committee

Subcommittee on Consumer Protection and Financial Innovation, dedicado a redactar las normas técnicas de regulación que vendrán a complementar las obligaciones establecidas por el Reglamento (UE) 2088/2019 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, relativo a la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros. En concreto, este grupo está elaborando las normas que desarrollan las obligaciones de las entidades (participantes del mercado y asesores financieros) de informar acerca de las incidencias adversas sobre los factores de sostenibilidad en sus procesos de toma de decisiones y de asesoramiento sobre inversiones, así como de aquellas relativas a la información precontractual, periódica y la publicada en la página web sobre productos con objetivos de inversión sostenibles o que promueven características medioambientales o sociales.

A lo largo del pasado ejercicio, la CNMV celebró varios eventos sobre sostenibilidad financiera, entre los que cabe destacar de forma especial su participación en la COP 25, celebrada en Madrid en diciembre. La CNMV organizó una mesa redonda en la que estuvieron presentes los máximos representantes de los supervisores de los mercados de valores de Alemania, Portugal y Chile y en la que la vicepresidenta de la CNMV moderó una discusión sobre la situación de las finanzas sostenibles y los retos a los que se enfrenta el supervisor en estas nuevas materias.

Muestra adicional del interés otorgado a esta materia es la creación en el seno de la CNMV de un comité interno encargado de la identificación, el análisis y el seguimiento de diversas iniciativas tanto externas como dentro de la CNMV.

El supervisor no puede ser ajeno a esta transformación y, por tanto, durante 2019 se han llevado a cabo diversas iniciativas en materia de responsabilidad social corporativa destinadas a mejorar el impacto de la organización en la sociedad, entre las que destacan:

- Medidas para incrementar el reciclaje y la reducción del consumo de ciertos materiales, como serían el plástico o el papel, a través de la instalación de puntos de reciclaje en todos los edificios y campañas de concienciación sobre el uso de los recursos llevadas a cabo por el Comité de Seguridad y Salud.
- Acciones destinadas a fomentar el bienestar de los empleados, organizando, por ejemplo, sesiones de *mindfulness* dirigidas a la gestión del estrés por parte de los empleados.
- Medidas para promover una movilidad con menos emisiones, a través de la instalación de puntos de recarga para los vehículos eléctricos de los empleados.

Adicionalmente se han llevado a cabo diversas iniciativas en materia de educación financiera, aspecto especialmente relevante en el fomento de la sostenibilidad. En concreto, la CNMV ha participado en la *World Investor Week*, promovida por IOSCO y celebrada por tercer año en 2019, en la que ha

destacado el trabajo realizado en la materia para mejorar los conocimientos financieros de la población y que ha incluido, entre otros, charlas en colegios y a segmentos especialmente desfavorecidos.

La CNMV también participa en la formación de diversos colectivos con la colaboración de la Fundación ONCE y de varios centros de menores de la Comunidad de Madrid. Hasta la fecha, estas actividades formativas se han dirigido a personas con discapacidad, menores en centros de internamiento y menores en riesgo de exclusión social. Estas acciones desarrolladas en materia de responsabilidad social se han enmarcado en el Programa de voluntariado de educación financiera, que cuenta con la participación del personal de CNMV.

Por otro lado, se han impartido sesiones formativas y talleres a jóvenes de educación secundaria sobre consumo responsable, ahorro, presupuesto y temas específicos sobre finanzas sostenibles. Adicionalmente, se ha publicado una infografía sobre finanzas sostenibles y se ha editado una guía rápida divulgativa sobre este tema, con el objetivo de dar a conocer a los inversores y al público en general los principios y criterios de sostenibilidad.

Además, al margen de las iniciativas puntuales que complementen las actividades que se han venido llevando a cabo hasta ahora, en 2020 la CNMV va a apostar por un enfoque más amplio que aúne los esfuerzos de toda la organización a este respecto. Así, durante el año se va a llevar a cabo un análisis del estado de la cuestión en la CNMV en este ámbito, que identifique la situación actual y señale hacia dónde se debería llegar. Esto se concretará en la definición de un plan global de sostenibilidad que guíe las acciones de la organización de cara a prestar sus servicios a la sociedad de la forma más sostenible posible.

5.1 Herramientas de supervisión

Entre los objetivos de la supervisión de los mercados secundarios destaca la detección y prevención de posibles conductas de abuso de mercado. La CNMV dispone para esa finalidad de diversas fuentes de información, entre las que la más relevante es 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.

Comunicación diaria de operaciones

A lo largo de 2019, en relación con la comunicación diaria de operaciones, la CNMV siguió proporcionando soporte a las entidades para atender las incidencias y responder a las consultas más frecuentes y ha insistido en el cumplimiento de las normas tanto en forma como en tiempo. En este aspecto, la CNMV remitió varios avisos generales a las entidades obligadas, ha mantenido contactos bilaterales, en determinados casos, para corregir errores particulares y ha revisado individualmente la comunicación de operaciones de un número de entidades; estas revisiones se han traducido en diez requerimientos referidos tanto a falta de calidad en el contenido de los reportes como a la omisión de comunicación de operaciones.

En 2019 se recibieron más de 165 millones de registros (un 50 % más que en 2018) de operaciones ejecutadas sobre instrumentos financieros. Las entidades con obligación de reporte a la CNMV han ascendido a 186 de media (177 el año anterior) y se han recibido también reportes de algunos de los mercados, referidos a sus miembros, y de participantes no sujetos a la Directiva MiFID. Este incremento de reportes recibidos se corresponde, por un lado, con la implementación en 2019 por parte de la CNMV de los ficheros especiales (REQ) para la comunicación de operaciones omitidas o corregidas y, por otro, con la decisión de algunas entidades financieras de centralizar su operativa en Europa a través de sus empresas de servicios de inversión españolas con motivo del *brexit*.

Este hecho también ha afectado al reenvío que la CNMV realiza a las autoridades competentes de otros Estados miembros, que ha excedido los 100 millones de registros (una cifra muy superior a los 23 millones de 2018). Por otra parte, se recibieron más de 312 millones de registros de las autoridades competentes de otros Estados miembros de la Unión Europea (un 9,4 % más que el año anterior).

Datos de referencia (FIRDS)

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

La CNMV lleva a cabo un seguimiento diario de la correcta remisión de información a ESMA de los datos de referencia de instrumentos (FIRDS) y de los datos necesarios para desarrollar los cálculos de transparencia (FITRS).

A lo largo de 2019, la CNMV incidió especialmente en la calidad de los datos de referencia, como el código LEI (Legal Entity Identifier) del emisor, el código de clasificación de instrumentos financieros (CFI) 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 2019, los registros en el sistema FIRDS de la CNMV incluían 6 mercados regulados, 5 sistemas multilaterales de negociación, 2 sistemas organizados de contratación y 5 internalizadores sistemáticos. El flujo regular diario durante el año ha sido de 21 o 22 ficheros, correspondientes a 19 códigos de mercado (MIC) diferentes, mientras que el número de instrumentos informado ha pasado de alrededor de 35.000 diarios a principios de 2018 a casi 40.000 diarios a finales de 2019. Los instrumentos activos en la base de datos de ESMA cuya autoridad competente relevante era la CNMV ascienden a 140.319 (123.652 en el ejercicio anterior).

Comunicación de operaciones sospechosas

La obligación que impone el artículo 16 del Reglamento sobre abuso de mercado a las entidades que prestan servicios de inversión 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 345 (un incremento del 49 % respecto a las comunicaciones recibidas en 2018). 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 mercado. La mayor parte (62 %) de las STOR recibidas corresponden a acciones del mercado continuo y, en segundo lugar, a instrumentos de renta fija (que se han duplicado, hasta un 15 %); por el contrario, las comunicaciones relativas a operaciones de derivados han disminuido hasta el 7 %.

Aproximadamente el 38 % de las STOR fueron comunicaciones sospechosas sobre instrumentos españoles recibidas de otros reguladores (un porcentaje similar al del ejercicio anterior), frente al 14 % del total de comunicaciones enviadas desde la CNMV a otros reguladores. Este incremento supone duplicar el porcentaje del año precedente, debido en su mayor parte a que algunas entidades financieras, como resultado del *brexit*, han decidido centralizar su operativa en Europa a través de sus empresas de servicios de inversión en España.

Operaciones de personas con responsabilidades de dirección

Por lo que se refiere a la obligación establecida en el artículo 19.1 del Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado para las personas con responsabilidades de dirección de un emisor y a las personas estrechamente vinculadas con ellas, de notificar a la CNMV, entre otras, las operaciones ejecutadas por cuenta propia sobre valores del citado emisor, en 2019 se registraron en la CNMV por el trámite NOD 1.244 notificaciones. Estas no incluyen las correspondientes a consejeros, que utilizan otro trámite.

La actuación de la CNMV
en los mercados de valores
Supervisión de los mercados

Resumen de la actividad en los mercados y de su supervisión

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 15 % con respecto a 2018. No obstante, en relación con el efectivo se produjo un ligero incremento, del 2,4 %. El descenso de la negociación en renta variable (-20,1 %) se vio compensado por el significativo incremento del efectivo negociado en los mercados de renta fija (26,78 %).

Número de operaciones y volumen

CUADRO 5.1.1

Mercados	N.º operaciones (miles de operaciones)			Nominal/efectivo (millones de euros)		
	2018	2019	% var. 19/18	2018	2019	% var. 19/18
Renta variable	44.225	37.186	-15,9	587.507	469.635	-20,1
Renta fija	76	74	-2,6	678.369	860.002	26,8
Mercado regulado	31	22	-29,7	112.476	173.295	54,1
SMN	15	22	43,8	101.088	160.657	58,9
OTF	30	30	0,6	464.805	526.050	13,2
Derivados	3.803	3.557	-6,5	1.788.998	1.799.985	0,6
Total mercados	48.104	40.817	-15,1	3.054.874	3.129.622	2,4
Liquidación	9.165	9.334	1,8	20.735.046	21.056.689	1,6
Compensación	91.992	78.020	-15,2	1.976.536	1.700.140	-1,4
Total	149.261	128.171	-14,1	25.766.456	25.886.451	0,5

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				
2018	171	74	35	26
2019	107	67	39	0
Renta fija				
2018	6	0	9	0
2019	0	0	9	4
Derivados				
2018	3	2	0	27
2019	4	9	5	34
Liquidación				
2018	5	0	0	0
2019	7	0	7	0
Compensación				
2018	23	1	2	0
2019	29	12	8	0
Otros				
2018	36	0	0	23
2019	40	1	0	10
Total				
2018	244	77	46	76
2019	187	89	68	44

Fuente: CNMV.

El *brexit* y los mercados

RECUADRO 9

Durante el año 2019 han continuado los trabajos preparatorios para la salida del Reino Unido de la Unión Europea (*brexit*).

En ausencia de reconocimientos de equivalencia por parte de la Comisión Europea de centros de negociación del Reino Unido, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) y las autoridades competentes han continuado con la intensa labor de análisis y detección de áreas, dentro de la actividad de los mercados secundarios, en las que resulta necesaria orientación por parte de los supervisores.

Relocalización y reorganización de centros de negociación, intermediarios y proveedores de servicios de suministro de datos en la Unión Europea

Con carácter general, durante el año se han continuado y finalizado muchos de los procesos de autorización a nivel europeo.

En España, durante 2019 se ha completado el proceso de autorización de Dowgate MTF como sistema multilateral de negociación (MTF o SMN). Por otro lado, Credit Suisse ya inició desde su filial española, de forma centralizada, sus operaciones para el resto de Europa.

Aplicación de la obligación de negociación de acciones

La situación de fragmentación de la liquidez de acciones europeas entre los diferentes centros de negociación del Reino Unido y de la Unión Europea (UE) ha planteado dudas sobre la aplicación de la obligación de negociación de acciones recogida en el artículo 23 del Reglamento (UE) n.º 600/2014 (MiFIR).

Esta obligación se considera que no es de aplicación cuando la negociación en la Unión Europea se produce de forma no sistemática, *ad hoc* o de manera irregular o infrecuente.

En el contexto del *brexit*, la incertidumbre sobre la aplicación de la obligación ha motivado que ESMA y las autoridades competentes aclarasen su opinión al respecto. Primero, en el mes de marzo, se informó de que se consideraba que las acciones sujetas a la obligación eran, de manera resumida, aquellas cuyo prefijo en el código ISIN se correspondiese con un Estado miembro de la UE, Islandia, Liechtenstein o Noruega. Asimismo, también se consideraba que las acciones cuyo código ISIN se correspondiese con el Reino Unido (prefijo GB) y pudiesen ser consideradas líquidas en la UE estarían sujetas a la obligación.

Sin embargo, posteriormente en el mes de mayo, ESMA y las autoridades competentes revisaron dicha opinión, con objeto de mitigar los posibles riesgos asociados a disrupciones en la negociación, para indicar que la obligación se debería aplicar teniendo en cuenta solamente la identificación de los emisores a través de un código ISIN correspondiente a un Estado miembro, Islandia, Liechtenstein o Noruega.

Postransparencia y límites a las posiciones en derivados sobre materias primas

En el mes de octubre, ESMA y las autoridades competentes aclararon que, con objeto de evitar situaciones de duplicación en el reporte de la negociación por parte de entidades de la UE que se produzca en centros de negociación de terceros países que cumplan una serie de criterios, dicha negociación no tendría la consideración de operativa *over the counter* (OTC). Esto implica que las operaciones en esos centros de negociación no serían reportables a un agente de publicación autorizado (APA) por las entidades de la UE que las ejecuten en dichos mercados. A la espera de completar la evaluación de los terceros países, se aclaró que no se exigiría el reporte a un APA en caso de *brexit*.

En el caso de los derivados sobre materias primas negociados en centros de negociación de terceros países, y a efectos del cálculo de posiciones por las entidades de la UE, se aclaró que, al igual que en materia de transparencia, cuando el centro de negociación esté situado en un tercer país que cumpla con unos criterios objeto de una evaluación por parte de ESMA, se consideraría que los contratos no serían contratos OTC económicamente equivalentes, sino

contratos equivalentes a los negociados en la UE. Esto implica que las entidades de la UE podrían utilizar sus posiciones en dichos mercados equivalentes de terceros países para compensar sus posiciones en mercados de la UE.

Finalmente, respecto a la operativa OTC propiamente dicha con empresas de inversión del Reino Unido, se aclaró que estas dejarían de considerarse empresas de inversión de la UE desde que finalizase el periodo transitorio. Por lo tanto, la operativa con estas empresas generaría siempre una obligación de *reporting* a un APA para las contrapartidas en la UE, siguiendo las normas de reporte previstas para el caso de que solamente una contrapartida sea una empresa de servicios de inversión de la UE.

Real Decreto-ley 5/2019

El objeto del Real Decreto-ley 5/2019, de 1 marzo, es hacer frente a la contingencia de un *brexit* sin acuerdo en el ámbito del ordenamiento jurídico español mediante la regulación de, entre otras cuestiones, las relativas a la prestación de servicios de inversión (artículo 19).

Desde el punto de vista de los mercados secundarios, la CNMV ha aclarado de forma adicional determinadas cuestiones a través de la publicación de las respuestas a preguntas frecuentes recibidas que se encuentran disponibles en su página web (apartado *brexit*).

Entre ellas, destaca la cuestión respecto al acceso a centros de negociación del Reino Unido y de la UE en la que se clarifica que la legislación española no exige requisitos adicionales para ser miembro de centros de negociación de un tercer país. En el caso inverso, el acceso a centros de negociación españoles de miembros remotos de terceros países, se aclara que tampoco se exigen requisitos distintos a los aplicables a los residentes en la UE y, en cualquier caso, aplicables en virtud del artículo 69 de la Ley del Mercado de Valores (LMV) y los determinados propiamente, en su caso, por el reglamento del centro de negociación.

En relación con el acceso electrónico directo (DEA), se señala que los inversores británicos podrán utilizar el acceso DEA como usuarios a los centros de negociación españoles sin necesidad de solicitar autorización como empresa de inversión. Sin embargo, los proveedores de acceso DEA deberán contar con la condición de empresa de inversión conforme a la Directiva MiFID II.

Otro aspecto muy relevante tratado en este documento de preguntas y respuestas ha sido la operativa OTC. Por parte de la CNMV se ha aclarado que, durante el periodo transitorio, los participantes del mercado podrán seguir operando OTC en instrumentos no sujetos a obligación de negociación conforme al Reglamento MiFIR. En el caso de derivados OTC se indica además que se podrán continuar las operaciones que sean consecuencia directa de los contratos preexistentes, supongan modificaciones no esenciales de estos o estuviesen explícitamente previstas en ellos. Finalmente, se indica que la entidad que resulte contraparte de una operación con una española no necesitará autorización como empresa de servicios de inversión en la UE, conforme a MiFID II, siempre y cuando la iniciativa de esta corresponda a la parte española y eso incluye la actividad *interbroker-dealer*.

Negociación electrónica

Durante el ejercicio 2019 se realizaron diversas actuaciones de supervisión relacionadas con la operativa a través de medios electrónicos en los centros de negociación. Algunas de ellas tienen carácter periódico y otras se han realizado de forma puntual.

En primer lugar, se llevó a cabo una labor periódica de supervisión respecto a la capacidad del sistema de negociación SIBE Smart de Bolsas y Mercados Españoles (BME) y también se realizó un seguimiento específico de las pruebas de contingencia efectuadas por mercados del grupo BME.

Asimismo, se realizó un seguimiento de la correcta publicación, en tiempo y forma, de los informes trimestrales de calidad de ejecución, conforme al Reglamento Delegado (UE) 2017/575 de la Comisión, de 8 de junio de 2016.

Por otro lado, se llevaron a cabo una serie de actuaciones de supervisión de distinta naturaleza como, por ejemplo, sobre el reporte a ESMA de los mecanismos y parámetros de gestión de volatilidad aplicados por los centros de negociación, conforme a los artículos 18 y 48 de MiFID II, y sobre el régimen de variación de cotizaciones (*tick-size*) de acuerdo con la actualización de los cálculos anuales en materia de transparencia publicados por ESMA con fecha 21 de junio de 2019.

Asimismo, durante 2019 se realizó un ejercicio de control de las notificaciones sobre negociación algorítmica registradas en la CNMV con el objetivo de detectar posibles incongruencias entre la información contenida en los registros de operaciones comunicadas a la CNMV (*transaction reporting*) a través del marcaje de operaciones ejecutadas a través de algoritmos de negociación y las notificaciones remitidas en virtud del artículo 17 de MiFID II.

En 2019 se recibieron un total de 65 notificaciones de negociación algorítmica, por lo que a fecha 31 de diciembre de 2019 el número total de entidades declarantes ascendía a 83.

Renta variable

Durante el ejercicio 2019 la CNMV llevó a cabo los trabajos previstos en el Plan de supervisión de las sociedades rectoras de las bolsas operadas por BME, anticipado en el Plan de actividades de la CNMV. Dicho plan se ha centrado en aspectos de microestructura de mercado como la negociación algorítmica, las obligaciones de los creadores de mercado y la publicación de datos sobre calidad de ejecución.

Al margen de la supervisión de los requisitos impuestos a las infraestructuras, una prioridad de la CNMV es la supervisión de la integridad de los mercados de acuerdo con el marco legal de prevención de abuso de mercado. En este régimen se encuentra la obligación impuesta a los emisores por el artículo 17.1 del Reglamento sobre abuso de mercado de publicar las informaciones que puedan afectar al precio de sus valores cotizados en centros de negociación. La CNMV continuó en 2019 con su labor de vigilancia del cumplimiento de este requisito.

El número de **comunicaciones de información relevante** registradas ascendió a 7.814 (un 10,1 % menos que en 2018). 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	2018	2019	% var. 19/18
Instrumentos financieros	4.759	4.022	-15,5
Aumentos y reducciones del capital social	183	164	-10,4
Ofertas públicas de suscripción y venta	41	27	-34,1
Información sobre dividendos	210	207	-1,4
Colocación de grandes paquetes accionariales	29	24	-17,2
Suspensiones y levantamientos de negociación	28	22	-21,4
Calificaciones crediticias	115	92	-20,0
Fondos de titulización	3.117	2.432	-22,0
Otros sobre instrumentos financieros	1.036	1.054	1,7
Negocio y situación financiera	2.084	2.079	-0,2
Información sobre resultados	1.530	1.471	-3,9
Situaciones concursales	3	15	400,0
Otros sobre negocio y situación financiera	551	593	7,6
Operaciones corporativas	559	503	-10,0
Transformaciones, fusiones, escisiones y disoluciones	64	45	-29,7
Acuerdos estratégicos con terceros	45	34	-24,4
Transmisiones y adquisiciones de participaciones societarias	161	134	-16,8
Otros sobre operaciones corporativas	289	290	0,3
Gobierno corporativo y convocatorias oficiales	1.289	1.210	-6,1
Convocatorias y acuerdos de juntas y asambleas generales	494	486	-1,6
Composición del consejo de administración	312	286	-8,3
Informe anual de gobierno corporativo	166	160	-3,6
Otros sobre gobierno corporativo	317	278	-12,3
Total	8.691	7.814	-10,1

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 2019 el número de suspensiones de negociación y de emisores afectados se mantuvo en niveles similares a los del año anterior.

	2018	2019
Número de emisores suspendidos	13	14
Número de suspensiones	16	15
Por necesidad de difundir información relevante	11	7
Por finalización del plazo de aceptación de opa de exclusión	4	6
Otras	1	2

Fuente: CNMV.

La **prospección del mercado** con anterioridad a la venta de un paquete significativo de acciones es una actuación que normalmente supone 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 2019 se llevaron a cabo un total de 11 colocaciones aceleradas de grandes paquetes accionariales, que afectaron a 10 sociedades emisoras (una fue objeto de 2 colocaciones a lo largo del año). El número de colocaciones realizadas en los años 2017 y 2018 fue, respectivamente, de 18 y 11.

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.

La finalidad de alguna de las colocaciones ejecutadas a lo largo de este año ha sido, por ejemplo, completar nuevas inversiones, financiar la investigación y el desarrollo de proyectos, reforzar el capital circulante para garantizar la estabilidad de la empresa o aumentar el capital flotante. En otros casos, el objetivo ha sido el de buscar algún accionista de referencia, reducir la participación de un accionista significativo en el capital de la sociedad o financiar alguna operación de adquisición de participación en otra sociedad.

En siete de las operaciones se colocaron acciones de las que era titular algún accionista de la sociedad emisora, mientras que en las cuatro restantes las acciones procedieron de ampliaciones de capital. Los porcentajes de colocación oscilaron entre el 0,8 y el 29 %. Dos de las colocaciones se realizaron sin apenas descuento respecto al precio de cierre de la sesión, mientras que en el resto los descuentos oscilaron entre el 1,5 % y el 20 % aproximadamente.

Todas las colocaciones aceleradas se anunciaron y comenzaron tras el cierre de mercado; en cuatro casos se informó del resultado final de la operación el mismo día de su anuncio, en seis casos se comunicó su finalización en la jornada posterior y siempre con anterioridad al inicio de la sesión bursátil y en un caso el emisor informó de la prolongación del periodo de prospección de demanda.

El Reglamento sobre abuso de mercado y su normativa de desarrollo definen la prospección de mercado y señalan las obligaciones que deben cumplirse al objeto de que la comunicación de información privilegiada que se realiza en el marco de una

prospección de mercado se considere como efectuada en el normal ejercicio del trabajo, la profesión o las funciones y, por tanto, no se trate de una comunicación ilícita de información privilegiada. Dichas obligaciones afectan a los requisitos que deben cumplir tanto el participante del mercado que comunica información en el marco de una prospección de mercado como el que la recibe, 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 relaciones de los potenciales inversores con los que el intermediario establece contacto.

Durante 2019, la CNMV llevó a cabo diversas actuaciones en materia de supervisión de algunas de las colocaciones aceleradas de acciones para determinar su adecuación al artículo 11 del Reglamento sobre abuso de mercado. La actuación sobre una selección de operaciones supervisadas —determinadas fundamentalmente por el volumen de la colocación y por el descuento en el precio ofrecido con respecto al precio de mercado— se inició con la remisión de requerimientos de información a las entidades encargadas de llevar a cabo la colocación acelerada y a las que recibieron la información en el marco de la prospección de mercado. Además, también se analizó el posible uso de información privilegiada por parte de estas últimas entidades.

En este tipo de operaciones es habitual que la sociedad emisora o el accionista significativo otorguen un mandato a una o varias entidades financieras para que entren en contacto con posibles compradores, con objeto de determinar el apetito inversor en relación con los valores que se ofrecen. Además, es frecuente que en el marco de las prospecciones de mercado se transmita información privilegiada.

Debido al riesgo de divulgación ilícita o uso de información privilegiada que entraña esta actividad, la CNMV siguió llevando a cabo una supervisión activa de las colocaciones aceleradas ejecutadas a lo largo del año. La supervisión implica la monitorización de la cotización de los valores afectados, la revisión de los correspondientes hechos relevantes publicados y el requerimiento de información tanto a las entidades mandatadas para realizar la prospección como a las contactadas que recibieron información sobre la colocación. Esta supervisión también se realiza sobre prospecciones de mercado relacionadas con acciones cotizadas en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB).

Otro aspecto importante en la labor de supervisión de la CNMV es la relativa a las **operaciones con acciones propias** de las sociedades emisoras y, en particular, a la operativa discrecional de emisores sobre su autocartera. Como tal se denominan aquellas operaciones que se realizan al margen de los puertos seguros que establece el marco legal contra el abuso de mercado de la Unión Europea: programas de recompra y prácticas aceptadas de mercado (contratos de liquidez). Tal y como se ha venido reiterando desde 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 extremen la prudencia cuando realicen operaciones con acciones propias y, en particular, que consideren limitarlas a las efectuadas en ejecución de programas de recompra del

Reglamento sobre abuso de mercado y de los contratos de liquidez contemplados en la Circular 1/2017, de 26 de abril, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que ha sido modificada por la Circular 2/2019, de 27 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (véase recuadro 10). Tanto los programas de recompra conformes al Reglamento sobre abuso de mercado como la provisión de liquidez —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, siempre que se realicen en cumplimiento de los límites y requisitos establecidos en su correspondiente normativa.

Con fecha 13 de enero del presente año, la CNMV dejó sin efectos los criterios sobre operativa discrecional de autocartera. Esta decisión responde a la ausencia de una regulación o reconocimiento de esta práctica en otros mercados de la Unión Europea, a los riesgos para la integridad del mercado inherentes a este tipo de operativa y a la posterior entrada en vigor del Reglamento 596/2014 sobre abuso de mercado, cuyo designio armonizador hacía estos criterios, publicados en 2013, difícilmente compatibles con el marco regulatorio actual.

En concreto, 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, como en años anteriores, 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 el año 2019 estuvieron en vigor y operativos 27 programas de recompra correspondientes a 25 emisores (dos de ellos tuvieron 2 programas de recompra), de los que 17 tuvieron como objeto comprar acciones propias para su posterior amortización y los 10 restantes, atender planes 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 circular a la nueva, 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 continuada —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 con carácter trimestral 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, 40 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.

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 2019, realizada en junio, el Comité Asesor Técnico del Ibex 35 acordó incorporar las acciones de MásMóvil al índice selectivo y excluir las acciones de Técnicas Reunidas. En la segunda revisión ordinaria de diciembre, este Comité acordó no realizar cambios en la composición del índice.

Por otra parte, a lo largo de 2019 se continuó con las diversas actuaciones de supervisión sobre las **operaciones realizadas por personas con responsabilidades de dirección**. En particular, se enviaron 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 respetaron 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. Estas actuaciones se realizaron tanto sobre emisores de acciones que cotizan en las bolsas de valores como sobre emisores de acciones que cotizan en el MAB.

Otra parte destacable de las labores de vigilancia de la CNMV viene 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 refieren a los siguientes aspectos:

- 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 de este. 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 2019 se recibieron 4.306 comunicaciones de posiciones cortas netas en acciones (26 % menos que en 2018), correspondientes a notificaciones de 153 inversores —en su gran mayoría, fondos domiciliados en EE. UU. y el Reino Unido, al igual que en años anteriores—. Al cierre del ejercicio existían posiciones cortas netas sobre 63 emisores y 77 emisores se vieron afectados por estas en algún momento del año (90 en 2018). La media ponderada por capitalización de mercado de todas las posiciones cortas netas agregadas se situaba a finales de 2019 en el 0,64 % del capital (0,84 % en 2018).

La CNMV realiza diferentes actuaciones con el objeto de verificar la observancia del reglamento. Entre ellas, se 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 respecto a 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 verificar el cumplimiento de las condiciones para realizar ventas en corto a personas físicas y jurídicas que operan en los mercados de valores españoles, con especial

atención a los supuestos en los que se producen incidencias en la liquidación por retraso en la entrega de acciones que se venden.

Este ejercicio de supervisión, que se realiza con carácter continuo, también permite a la CNMV conocer los mecanismos e instrumentos financieros más utilizados para formar las posiciones cortas sobre un valor y la tipología de los acuerdos alcanzados en las ventas en corto para dar cumplimiento al reglamento.

Finalmente, la CNMV continuó tramitando durante el ejercicio 2019 notificaciones de entidades sobre 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, los creadores de mercado no están sujetos 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.

Renta fija

Dentro de las labores continuadas de supervisión de los centros de negociación de renta fija, este año cabe resaltar el aumento significativo de las emisiones incorporadas al Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), de un 58,2 % respecto a 2018, atendiendo al volumen nominal registrado. Respecto del país del emisor, destacan las 23 emisiones realizadas por compañías portuguesas.

Por lo que se refiere a mercados regulados de renta fija, en 2019 destaca el incremento de la negociación en la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF) de la deuda pública nacional y extranjera, que ha supuesto un aumento del 69,30 % en el volumen nominal y del 44,71 % en el número de operaciones ejecutadas. Además, cabe señalar que el 25,32 % de la actividad en este mercado sobre deuda pública corresponde a deuda soberana extranjera.

En cuanto a la normativa interna de los centros de negociación, en 2019 la CNMV autorizó la incorporación al reglamento del Grupo CIMD de un nuevo sistema de negociación de subastas periódicas sobre determinados valores negociados en su sistema organizado de contratación (SOC).

La CNMV también autorizó durante el ejercicio la modificación del reglamento de funcionamiento de AIAF, para incorporar a su actividad la negociación de operaciones condicionadas (operaciones sobre los códigos ISIN comunicados al FIRDS en trámite de admisión). Con esta modificación se pretende mejorar la competitividad de este mercado frente a otros mercados regulados que ya tienen incorporada esta tipología.

Respecto a las labores de supervisión sobre los centros de negociación de renta fija en materia de transparencia, en el año 2019 se continuó con el seguimiento y control del cumplimiento de las obligaciones de comunicación de los datos cuantitativos (FITRS), lo que dio como resultado una ratio de cumplimiento entre el 99,64 % y el 100 %. Es importante destacar que la mayoría de los centros de negociación de renta fija españoles alcanzaron una ratio de cumplimiento del 100 %, durante la mayor parte del citado periodo.

También conviene mencionar el avance durante 2019 de los trabajos de la CNMV, en coordinación con ESMA, encaminados a la obtención de un mayor grado de convergencia supervisora para la implementación del régimen de transparencia de MiFIR. En cuanto a los centros de negociación de renta fija en España, se señala la mejora observada en la información disponible en aquellos gestionados por el grupo BME, tanto en el ámbito de prenegociación como de posnegociación, al poner a disposición de los inversores, con un retraso de 15 minutos y de forma gratuita, las cotizaciones de compra y venta de los valores negociados en estos centros, así como los precios y volúmenes de las operaciones ejecutadas.

Los contratos de liquidez de las emisiones de renta fija dirigidas a minoristas constituyen otro foco de atención para la supervisión de la CNMV. La existencia de estos contratos no es obligatoria; sin embargo, para emisiones de productos de compleja valoración, se recomienda este mecanismo de liquidez, con el fin de proporcionar a los inversores minoristas una indicación del precio de los valores en el mercado secundario. En este sentido, la CNMV continuó con su labor de seguimiento del cumplimiento de dichos contratos, comprobando que los proveedores de liquidez mantienen una presencia en el mercado a través de sus órdenes de compra y venta, de acuerdo con los compromisos adquiridos con los emisores.

En relación con las notificaciones de operaciones de directivos y personas vinculadas sobre valores del propio emisor, durante 2019 se han registrado un total de 1.244, lo que representa un aumento del 71 % respecto a las del año anterior. El número de consultas atendidas se mantuvo constante, destacando las relativas a la interpretación de la normativa y a errores de notificación. Las solicitudes de cancelación para la subsanación de errores no alcanzan el 1 % de las notificaciones registradas.

Por lo que se refiere a las operaciones sobre valores de renta fija que los intermediarios financieros comunican a la CNMV (*transaction reporting*), además de los controles administrativos y formales establecidos, destacan las continuadas labores de revisión de la calidad de la información remitida. Estas operaciones se caracterizan por una elevada complejidad, debido a que se realizan sobre un amplio abanico de instrumentos con una gran variedad de situaciones de negociación (transmisiones de órdenes, interposición de cuenta propia sin riesgo, etc.).

En materia de abuso de mercado, también cabe destacar el número de comunicaciones de operaciones sospechosas relativas a valores de renta fija registradas en la CNMV (51), que registraron en 2019 un incremento del 179 % con respecto al año 2018, lo que exigió una mayor dedicación a las labores de análisis y resolución de estas comunicaciones.

Productos derivados

Durante el ejercicio 2019, la supervisión de los mercados de instrumentos derivados se centró en tres líneas de actuación: la primera fue el análisis y seguimiento de la operativa diaria; la segunda, la prevención y detección de situaciones de abuso de mercado; la tercera, la realización de ciertas actuaciones específicas de control, que se describen a continuación.

Mercados regulados

Respecto al análisis y seguimiento de la operativa diaria en MEFF Exchange, se efectúa una revisión tanto de los volúmenes negociados como de los precios, las volatilidades, las operaciones, las estrategias negociadas y las posiciones abiertas. Cabe destacar que durante las semanas de vencimiento de los contratos se realiza 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 analiza el comportamiento del Ibex 35 durante el periodo de cálculo del precio de liquidación a vencimiento del contrato de futuro.

Además, desde el inicio de la negociación de FX-Rolling el pasado junio de 2019, se realizó un seguimiento diario de las operaciones efectuadas en este segmento, analizando los volúmenes contratados en cada uno de los pares de divisa disponibles.

Respecto a la actividad de *warrants* negociados en las bolsas de valores, se efectúa un seguimiento diario de la operativa, se verifica el cumplimiento de las obligaciones de los especialistas y se supervisan las comunicaciones de información relevante de los emisores de *warrants*, junto con las liquidaciones correspondientes a los distintos vencimientos.

En relación con la segunda línea de actividad, es decir, la detección de situaciones de abuso de mercado, se realizaron análisis detallados de las operaciones efectuadas en fechas cercanas a sucesos destacados, entre otros, la difusión de información relevante y las suspensiones de negociación de los productos derivados. Finalmente, se revisaron situaciones de potencial abuso de mercado detectadas tanto en los análisis de la operativa diaria como en los referidos a las alarmas automáticas y en las derivadas de comunicaciones de operaciones sospechas.

Sistemas organizados de contratación (OTF)

Desde el inicio de la operativa de los dos OTF españoles en enero de 2018, se vienen realizando con carácter diario tareas de supervisión en las tres líneas de actividades indicadas anteriormente, tanto en CAPI OTF (gestionado por CM Capital Markets Brokerage, S. A., AV) como en CIMD OTF (gestionado por CIMD SV, S. A., del Grupo CIMD Corretaje e Información Monetaria y de Divisas, S. A.).

En relación con la primera línea de actividad, se analiza a diario toda la operativa tanto en CAPI OTF, que negocia principalmente instrumentos derivados de tipos de interés y sobre divisa, como en los dos segmentos diferenciados de CIMD OTF: el de derivados de energía eléctrica (*commodities*) y el de futuros de divisa y *swaps* de tipos de interés. Se revisan todas las operaciones efectuadas en la sesión anterior, verificando las distintas clases de operaciones y sus complejas características, como tipología, plazos, subyacentes, referencias o volúmenes.

Límites a las posiciones y actividad auxiliar en derivados sobre materias primas

Con respecto a los derivados sobre materias primas, se lleva a cabo un seguimiento diario de la evolución de las posiciones abiertas comunicadas frente a los límites establecidos, conforme a la Directiva MiFID II. En España, la comunicación de

posiciones en derivados sobre materias primas se recibe diariamente de MEFF y de CIMD, a través de sus segmentos de energía.

Además, durante el ejercicio 2019, se efectuó una supervisión específica en relación con las notificaciones anuales de exención por actividad auxiliar. Esta notificación permite a las entidades negociar por cuenta propia en derivados sobre materias primas, sin tener que solicitar una autorización como empresa de servicios de inversión, siempre que se cumplan los siguientes requisitos: i) que dicha negociación sea auxiliar a la actividad principal de la entidad, ii) que esta no sea ni financiera ni de creador de mercado en derivados de materias primas y iii) que se realice una comunicación anual en este sentido. Un total de 150 entidades han comunicado el uso de la excepción por actividad auxiliar en 2019, cifra superior a las 114 que realizaron la notificación para el año 2018.

Compensación, liquidación y registro

La Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S. A. Unipersonal (Iberclear) está sujeta a la supervisión de la CNMV, que es la autoridad competente responsable de la autorización, supervisión y sanción de los depositarios centrales de valores (DCV¹) en España.

Una parte relevante de la actividad de supervisión durante el año se centró en la revisión, a efectos de conceder la preceptiva autorización como DCV, de la solicitud de autorización y documentación acreditativa del cumplimiento 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). Este proceso de revisión se inició en septiembre de 2017; en abril de 2019 la solicitud se consideró completa y en septiembre la CNMV acordó la autorización de Iberclear conforme al CSDR, tras recibir el informe del Banco de España y del Eurosistema.

Tras la autorización, la CNMV ha realizado el seguimiento de las recomendaciones incluidas en la correspondiente propuesta.

También se mantuvo la supervisión de los niveles de eficiencia del sistema, especialmente en preparación de la entrada en vigor del régimen de disciplina en la liquidación. La aplicación del nuevo régimen estaba inicialmente prevista para finales de 2020, si bien la fecha definitiva sigue siendo objeto de debate por parte de las autoridades y los legisladores. En cualquier caso, resulta prudente analizar el funcionamiento de los modelos de liquidación existentes con objeto de promover un nivel de eficiencia competitivo cuando empieza a aplicarse el nuevo sistema de penalizaciones. El Plan de actividades de la CNMV para 2020 ha incluido una actuación en este sentido. Precisamente parte del incremento de los requerimientos e informes de la CNMV en el ámbito de la liquidación se corresponde con esta revisión.

1 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).

Por último, en el marco del CSDR, en la medida en que se iban completando las autorizaciones de los DCV, estos comenzaron en 2019 a presentar solicitudes para la libre prestación de servicios en virtud del artículo 23 de dicho reglamento. En este contexto, la CNMV ha realizado el análisis de las notificaciones presentadas, al objeto de verificar que los procedimientos que tiene o pretende adoptar el DCV permiten que sus usuarios puedan cumplir la legislación nacional a la que se refiere el artículo 49.1 del reglamento comunitario.

En relación con BME Clearing, como en el caso de Iberclear, una parte muy relevante de los trabajos de supervisión en 2019 correspondió a la verificación del 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).

Esta revisión se efectúa en cumplimiento del artículo 21 de dicho reglamento, que establece que la revisión de los acuerdos, las estrategias, los procesos y los mecanismos aplicados por las ECC para dar cumplimiento a EMIR y evaluar los riesgos a los que están o pudieran estar expuestas estas entidades debe hacerse como mínimo con periodicidad anual. Parte de este análisis se realiza en el contexto de la evaluación de las propuestas de incorporación de nuevos procedimientos, productos o servicios. La conclusión de la revisión anual es que BME Clearing sigue cumpliendo con los requisitos del Reglamento EMIR.

Durante 2019 se continuó con el desarrollo del sistema de alertas basado en los nuevos campos de datos que deben remitirse al colegio de supervisores, los análisis relacionados con la gestión del riesgo de liquidez y la revisión del plan de recuperación, que deberá finalizarse en 2020.

Por último, también hay que destacar las actuaciones relacionadas con las pruebas de estrés europeas diseñadas por ESMA, tanto en lo referente a la monitorización del cumplimiento por parte de BME Clearing de las recomendaciones realizadas en ejercicios anteriores como respecto al control de los datos suministrados por esta ECC para la ejecución de las pruebas desarrolladas durante 2019.

Por otra parte, la CNMV prosigue con sus trabajos de **supervisión del cumplimiento por parte de las entidades españolas de las obligaciones derivadas de EMIR**, participando en los ejercicios coordinados por ESMA para evaluar la calidad de la información comunicada a escala europea y realizando análisis específicos.

Dentro del cumplimiento de EMIR, la CNMV también analiza las solicitudes de exención previstas en este reglamento respecto de determinadas operaciones intra-grupo: compensación centralizada, intercambios de colateral o comunicación a *trade repositories* —esta última de aplicación desde la entrada en vigor de EMIR Refit²—.

2 Reglamento (UE) 2019/834 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2019, que modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012 en lo relativo a la obligación de compensación, la suspensión de la obligación de compensación, los requisitos de notificación, las técnicas de reducción del riesgo en los contratos de derivados extrabursátiles no compensados por una entidad de contrapartida central, la inscripción y la supervisión de los registros de operaciones y los requisitos aplicables a los registros de operaciones.

La novedad normativa respecto a los contratos de liquidez en 2019 ha sido la publicación el 10 de diciembre de la Circular 2/2019, de 27 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular 1/2017, de 26 de abril, sobre los contratos de liquidez.

Tras dos años de vigencia de la Circular 1/2017 y de acuerdo con el artículo 13.8 del Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2016, sobre el abuso de mercado, la CNMV procedió a revisar esta práctica de mercado de acuerdo con el procedimiento establecido. Como resultado de este proceso, se han introducido dos modificaciones en el texto de la Circular, que responden a las demandas del sector y a la experiencia de supervisión de esta práctica de mercado aceptada. En particular, tras haber detectado que determinadas condiciones fijadas en la circular podrían suponer un obstáculo para la suscripción de contratos de liquidez por parte de algunos emisores de valores menos líquidos, se aprobaron dos cambios, cuyo propósito fundamental es aumentar el número potencial de sociedades que podrían acceder a un contrato de liquidez y modular algunas restricciones a la operativa en el periodo de subasta.

La primera de estas modificaciones establece un nuevo límite de volumen de 20.000 euros por sesión para la negociación ejecutada por el intermediario financiero en el marco de un contrato de liquidez. Este límite se configura como alternativo al umbral del 25 % del promedio de negociación en las 30 sesiones anteriores, y pueden acogerse a él emisores cuyas acciones no tengan un mercado líquido y que se negocien, bien en un mercado regulado a través del sistema de contratación de *fixing*, o bien en un sistema multilateral de negociación.

Además, atendiendo a los comentarios del sector recibidos en la fase de consulta pública, este nuevo límite alternativo sería también excepcionalmente aplicable a los contratos de las sociedades emisoras que así lo soliciten y cuyas acciones se negocien en un mercado regulado a través del sistema de contratación general. Este supuesto requeriría la autorización previa de la CNMV y un informe favorable de la sociedad rectora del mercado regulado correspondiente, que justifique la calificación de la acción como altamente ilíquida a pesar de no estar incluida en el sistema de contratación de *fixing*.

La segunda modificación se refiere al periodo de subasta y elimina la restricción a la posibilidad de mantener órdenes simultáneas de compra y de venta de acciones que existía hasta la fecha. Además añade una obligación para el intermediario financiero, que deberá adoptar las medidas necesarias para evitar que se crucen sus órdenes de sentido contrario.

Modificaciones del Reglamento EMIR

RECUADRO 11

En 2019 se introdujeron dos reformas del Reglamento EMIR¹: el 19 de junio entró en vigor EMIR Refit², con cambios eminentemente técnicos, y el 12 de diciembre se publicó en el *Diario Oficial de la Unión Europea (DOUE)* EMIR 2.2³, que reforma el modo en el que deben ser supervisadas las entidades de contrapartida central (ECC), tanto las de terceros países como las establecidas en la Unión.

EMIR Refit

En 2015 se inició una revisión de EMIR teniendo en cuenta sus repercusiones para la industria que ha conducido en 2019 a una modificación de este reglamento europeo conocida como EMIR Refit. Aunque no se han introducido cambios fundamentales en las obligaciones básicas del reglamento, la nueva legislación ha pretendido simplificar algunos de los requisitos de EMIR, así como adoptar un enfoque más proporcionado, sin comprometer por ello sus objetivos y, en particular, sin poner en riesgo la estabilidad financiera.

Los cambios más significativos son:

- Se crean dos categorías de contrapartes financieras en función de su nivel de actividad en derivados. Solo aquella categoría de contrapartes financieras con alta actividad está sujeta a las obligaciones de compensación centralizada. Las contrapartes financieras, en cualquier caso, deben calcular periódicamente el tamaño de sus posiciones y notificar a las autoridades competentes y a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) cuando superen los umbrales de compensación relevantes⁴.
- Se impone a los miembros compensadores la obligación de ofrecer sus servicios de compensación en condiciones comerciales justas, razonables, no discriminatorias y transparentes. La Comisión Europea está preparando una norma de desarrollo para detallar tales requisitos.
- Se prevé la posibilidad de que ESMA pueda proponer a la Comisión Europea la suspensión de las obligaciones de compensación centralizada y de negociación a través de centros de negociación en ciertas situaciones excepcionales.
- Se suprimen las obligaciones de reporte para los contratos intragrupo en los que alguna de las partes sea una contraparte no financiera, previa notificación a su autoridad competente.
- Se impone a las contrapartes financieras la obligación de reportar a los *trade repositories* por cuenta de las entidades no financieras con baja actividad en derivados con las que celebren contratos de derivados. El reporte de contratos por parte de las entidades no financieras se convierte en voluntario; no obstante, se les exige que faciliten los datos necesarios a las contrapartes financieras para que estas puedan realizar un reporte de contratos completo.

- Se establece la necesidad de que las autoridades competentes aprueben los modelos internos utilizados por las entidades para intercambiar garantías por contratos de derivados no compensados centralizadamente.
- Se impone a las entidades de contrapartida central la obligación de desarrollar herramientas para la simulación del cálculo de garantías para sus miembros o clientes y de proporcionarles a estos una mayor información sobre su sistema de gestión de riesgos.
- Se modifican ciertas disposiciones relacionadas con el funcionamiento de los *trade repositories*, que refuerzan las capacidades de supervisión de ESMA, y se imponen requisitos a estas infraestructuras tendentes a mejorar la calidad de la información reportada.

EMIR 2.2

Una segunda reforma, conocida como EMIR 2.2⁵ y relativa al sistema de supervisión de las ECC, se publicó el 12 de diciembre de 2019 y entró en vigor el 1 de enero de 2020.

EMIR 2.2 regula la supervisión tanto de las ECC establecidas en la Unión como de las domiciliadas en terceros países. En el desarrollo del texto legislativo se ha tenido muy en cuenta la decisión del Reino Unido de abandonar la Unión Europea (UE), puesto que en ese país se encuentran varias de las ECC más utilizadas actualmente por entidades de la Unión. Por ello, se han introducido numerosas modificaciones del régimen aplicable a las ECC establecidas en terceros países. Las más relevantes son:

- Un sistema de clasificación de las ECC de terceros países en función de su relevancia sistémica para la UE. ESMA deberá realizar un análisis de cada ECC y determinar si sus actividades son relevantes para la UE. En caso afirmativo, la ECC será calificada como de nivel 2 y si su importancia es menos significativa para la Unión, se considerará de nivel 1.
- Las ECC de terceros países que sean consideradas de nivel 2 estarán sujetas a una supervisión más intensa por parte de ESMA, tanto en lo que se refiere a requisitos prudenciales como a normas de conducta o de gobierno. No obstante, una ECC de nivel 2 podrá solicitar que el cumplimiento de los requisitos que se establecen en el Reglamento EMIR se dé por cumplido con base en la normativa de su país de origen. En tal caso, ESMA será la encargada de evaluar si las obligaciones existentes en dicho país y las aplicables en la UE son equiparables.
- Se ha dotado a ESMA de los poderes necesarios para imponer sanciones y multas a las ECC de terceros países que vulneren alguno de los requisitos de EMIR. ESMA podrá también llevar a cabo inspecciones y visitas *in situ* de las ECC de nivel 2 o de cualquier tercero en el que dicha ECC hubiese externalizado alguna de sus funciones o servicios.
- Asimismo, se prevé que ESMA pueda determinar que las actividades de una ECC de un tercer país sean demasiado relevantes para la UE como

para que estas se presten desde fuera de la Unión. En dicho caso, ESMA podrá proponer a la Comisión Europea que emita un acto de implementación en el que se restrinjan las actividades de esa ECC si estas no se prestan desde la UE.

Respecto a las ECC establecidas en la UE, EMIR 2.2 introduce algunas modificaciones con el objetivo de fortalecer su régimen de supervisión y favorecer una mayor convergencia en las actuaciones y decisiones de las autoridades competentes. Estas siguen siendo las responsables últimas de llevar a cabo la supervisión de las ECC de la Unión, pero se ha ampliado la lista de actuaciones que requieren opinión de los colegios de supervisión y se ha reforzado el papel de ESMA.

En particular, ESMA revisará las propuestas de decisiones de las autoridades competentes en materias relevantes como autorización de ECC, extensión de sus actividades o servicios, mantenimiento de registros, adquisición de participaciones significativas en una ECC, conflictos de interés, subcontratación, normas de conducta o interoperabilidad. Adicionalmente, cuando una ECC quiera adoptar algún cambio significativo de los modelos y parámetros utilizados en sus mecanismos de control de riesgos, deberá someter su propuesta a la validación tanto de la autoridad competente como de ESMA.

En el ámbito del gobierno de ESMA, las nuevas funciones que desarrollará con relación a las ECC, tanto de la UE como de terceros países, requerirán de un incremento notable de los medios y recursos necesarios para realizar sus tareas. Asimismo, se ha creado un comité permanente en ESMA sobre supervisión de ECC, en el que participan todas las autoridades competentes que supervisen una ECC domiciliada en su territorio, así como otras autoridades públicas relevantes. Dicho comité tiene la función de preparar y realizar todas las tareas relativas a las ECC encomendadas a ESMA en EMIR.

- 1 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.
- 2 Reglamento (UE) 2019/834 del Parlamento y del Consejo, de 20 de mayo de 2019, que modifica el Reglamento (UE) 648/2012 en lo relativo a la obligación de compensación, la suspensión de la obligación de compensación, los requisitos de notificación, las técnicas de reducción del riesgo en los contratos de derivados extrabursátiles no compensados por una entidad de contrapartida central, la inscripción y la supervisión de los registros de operaciones y los requisitos aplicables a los registros de operaciones.
- 3 Reglamento (UE) 2019/2099 del Parlamento y del Consejo, de 23 de octubre de 2019, que modifica el Reglamento (UE) 648/2012 en lo que respecta a los procedimientos de autorización de las ECC, las autoridades que participan en la misma y los requisitos para el reconocimiento de las ECC de terceros países.
- 4 Adicionalmente, las entidades financieras y no financieras que opten por no calcular el tamaño de su actividad en derivados quedarán sujetas a la obligación de compensación.
- 5 Reglamento (UE) 2019/2099. Véase la nota 3.

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 o intento de realización de operaciones con información privilegiada, o de recomendación de operaciones basadas en esta o de su comunicación ilícita; y, por otro, prácticas de manipulación de mercado o intento de manipulación. También se revisan otros 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 2019 cuatro expedientes sancionadores a una empresa de servicios de inversión, a un agente y a una persona física, en los que se realizaron las siguientes imputaciones:

- A una agencia de valores por diferentes prácticas de manipulación.

Una de las prácticas consistía en concentrar la operativa para los clientes (incluidas las instituciones de inversión colectiva subgestionadas) de compras de acciones de un emisor en el mercado de órdenes en el periodo de subasta de cierre de numerosas sesiones, sin que exista ningún interés económico para esa concentración, en especial cuando el carné de órdenes antes del inicio de la subasta tiene, de manera habitual, posiciones de oferta a precios inferiores. Así, la agencia de valores emitía órdenes de compra durante la subasta de cierre, a precios superiores a la última ejecución en la sesión abierta y a las posiciones de demanda de terceros, que le permitían alcanzar una posición de dominio con prioridad en precio, lo que generalmente provoca una corrección de la cotización previa a la subasta de cierre. En consecuencia, esta forma de operar constituye una práctica de abuso de mercado, dado su carácter recurrente en el periodo de subasta de cierre, con el resultado de tener una posición de dominio en dicho periodo mediante órdenes que se dan y operaciones que se realizan en el momento específico en el que se determina el precio de cierre de la sesión y que producen cambios que repercuten en dicho precio, al generar incrementos respecto al precio de la última ejecución en abierto de la sesión y al precio medio de la sesión, todo ello sin que exista un interés económico para concentrar las compras en las subastas de cierre.

Otra de las prácticas realizadas por la agencia de valores sobre acciones de diferentes emisores que negocian en la modalidad de fijación de precios en subasta o *fixing* consistía en transmitir órdenes de sus clientes asesorados o gestionados, tanto de compra como de venta, por un número de acciones similar a precios entre la mejor oferta y la mejor demanda. Las órdenes de los clientes de la agencia se daban con unas condiciones de precio, volumen y secuencia temporal que garantizaban la contrapartida entre los propios clientes en unas condiciones más favorables que las que ofrece el mercado en términos de liquidez y de precio, pero a la vez la secuencia por la que se introducen impide, en general, que tengan acceso a dichas condiciones terceros intervinientes sobre los que los clientes tienen prioridad. En consecuencia, la agencia provocaba,

durante periodos de sesiones continuas prolongados en el tiempo, unos elevados volúmenes de negociación, al efectuar operaciones cruzadas entre sus clientes, consecuencia de órdenes determinadas por la propia agencia en un nivel de precios concreto que da señales engañosas de la liquidez del mercado de estas acciones en ese nivel de precios.

Por último, la agencia de valores y uno de sus agentes realizan una operativa similar a la anteriormente descrita, también sobre acciones de emisores que negocian en la modalidad de fijación de precios en subasta o *fixing*, en la que participan como titulares sociedades vinculadas con el agente, pero que no son clientes de la agencia. La operativa cruzada entre estos titulares y los clientes de la agencia tiene una posición de dominio que genera, en la mayoría de las sesiones, un volumen de negociación superior al volumen medio negociado en estos valores en un determinado nivel de precios, en el que no se encuentra contrapartida de terceros. En consecuencia, esta concertación provoca que se den al mercado señales de una liquidez que en realidad no tienen las acciones de estos emisores en un cierto nivel de precios, lo que puede inducir a error a los participantes en el mercado y dar a los inversores indicios falsos respecto al precio de las acciones de estos valores, al determinar los precios de referencia.

- A una persona física, por manipulación de mercado en un valor por las operaciones de varios titulares.

Una persona física, decisor y ordenante de las operaciones de compra y venta de acciones de un emisor a favor de varios titulares, concentra las operaciones de compra y venta de acciones en determinadas sesiones continuas, con lo que alcanza una posición dominante a través de operaciones cruzadas entre estos titulares, que provocan canales ascendentes o de sostenimiento de precio. Las órdenes y operaciones no responden únicamente a un interés de compra y venta de acciones al mejor precio de mercado posible, sino que obedecen a un interés por cerrar la posición de los titulares en el valor en un determinado nivel de precios, cuando no hay en el mercado contrapartida de terceros para ese volumen, de modo que se procuran la contrapartida entre ellos mismos. Las órdenes y operaciones dan, en consecuencia, una apariencia engañosa de actividad en el valor (indicios engañosos de su oferta y demanda real) e influyen artificialmente en su cotización (efecto de mantenimiento de precios en contra de los mercados por terceros).

Finalmente, se han remitido sendas cartas admonitorias a dos emisores, para que cuando dispongan de información privilegiada elaboren las listas de iniciados de acuerdo con las disposiciones contenidas en 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 su normativa de desarrollo; y también una carta de advertencia a un inversor que con su operativa pretendía fijar un determinado nivel de precios en las acciones de un emisor, para que siga estrictamente la normativa vigente en materia de manipulación de mercado, de forma que su operativa no presente indicios que puedan ser constitutivos de prácticas que falseen la libre formación de los precios, en los términos que establece el precitado Reglamento (UE) n.º 596/2014 y su normativa de desarrollo.

5.3 Agencias de calificación crediticia

La CNMV ha seguido colaborando activamente con ESMA en las labores de desarrollo normativo de la regulación de agencias de calificación, así como en los procedimientos sancionadores y en las autorizaciones y denegaciones de registro de nuevas agencias en Europa.

Es relevante mencionar la aprobación y publicación de la revisión de las guías de reporte periódico para la supervisión de las agencias de calificación crediticia. Las guías iniciales se remontaban a 2015 y establecían el suministro regular de información necesaria para que ESMA pudiera acometer sus responsabilidades de supervisión. Esta reciente revisión de las guías surge de la necesidad de modificar los plazos, la frecuencia y el formato de la información aportada por las agencias al objeto de permitir un proceso más eficiente y efectivo.

Igualmente, cabría destacar la publicación en julio de 2019 por parte de ESMA del Informe final de las guías sobre los requisitos de difusión de los *ratings* y el Asesoramiento Técnico a la Comisión Europea acerca de las consideraciones de sostenibilidad en los *ratings*. Ambos informes trataban de dar respuesta al Plan de Acción de Sostenibilidad de la Comisión Europea, publicado en 2018. Entre las principales conclusiones extraídas, se indica que las agencias actualmente están considerando factores medioambientales, sociales y de gobernanza empresarial (ESG) en sus calificaciones crediticias, si bien la presencia de estos factores se debe a su impacto en la calidad crediticia del emisor de la emisión de los que se trate y, en consecuencia, no debe confundirse con una evaluación o calificación de sostenibilidad. En este sentido, se subraya que las calificaciones crediticias no deben entenderse como una opinión sobre las características de sostenibilidad de un emisor o una entidad, al no ser este su propósito ni resultar coherente con su objetivo y definición conforme a la regulación de las agencias vigente.

A lo largo de 2019, ESMA registró dos nuevas agencias de calificación: la entidad francesa Beyond Rating SAS, especializada en la emisión de *ratings* soberanos y finanzas públicas, y la agencia española Inbonis, S. A., constituida para emitir calificaciones de empresas no financieras o de seguros. En sentido contrario, se autorizó la retirada del registro de Moody's Investors Service EMEA Limited, como consecuencia de su proceso de reestructuración derivado del *brexit*, la baja voluntaria de DG International Ratings SRL (antigua Dagong Europe Credit Rating Srl) y la retirada voluntaria también de la anteriormente referida Beyond Ratings, tras la noticia de su adquisición por parte del grupo London Stock Exchange.

En el ámbito sancionador, cabe destacar la revisión de la multa impuesta a cuatro de los cinco bancos nórdicos, tras haber recurrido la sanción ante la Sala de Recurso (Board of Appeal) de ESMA, que reconoció la no existencia de negligencia en los hechos controvertidos. Por otra parte, destaca la multa impuesta al grupo de agencias de Fitch por la comisión de una serie de infracciones relacionadas con la gestión de los conflictos de interés.

6.1 Entidades proveedoras de servicios de inversión

En el ejercicio 2019 la CNMV siguió prestando especial atención al cumplimiento de las normas de conducta en la prestación de servicios de inversión.

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 898 requerimientos a las entidades supervisadas, de los que 691 tuvieron su origen en la supervisión a distancia.

Supervisión de ESI/ECA: Requerimientos remitidos por la CNMV en 2019

CUADRO 6.1.1

Tipo de requerimiento	A distancia	In situ	Total
Por información fuera de plazo	144	2	146
Solicitud de información	299	112	411
Medidas correctoras o recomendaciones	168	36	204
Otras comunicaciones	80	57	137
Total	691	207	898

Fuente: CNMV.

Normas de conducta y requisitos organizativos

Tal como se recogía en el Plan de actividades de 2019, la CNMV llevó a cabo una revisión horizontal de la operativa *on line* de las entidades que prestan servicios de inversión. El objetivo fundamental era revisar que las entidades cumplen adecuadamente las normas de conducta también cuando prestan sus servicios sin interactuar personalmente con el cliente. En el recuadro 12. se recoge un resumen de esta actuación y sus conclusiones.

Revisión horizontal de la operativa *on line* de las entidades de crédito y ahorro (ECA)

RECUADRO 12

De acuerdo con el Plan de actividades de la CNMV, en 2019 se realizó una revisión horizontal de la operativa *on line* de una selección de entidades que prestan servicios de inversión. En concreto, se comprobó el adecuado cumplimiento de las principales normas de conducta que aplican, con carácter previo a la ejecución de operaciones del cliente o por cuenta del cliente, al operar de manera *on line*, ya sea a través de la página web, aplicaciones para teléfonos móviles o plataformas de inversión específicas. El análisis se realizó sobre una muestra de 8 entidades que aglutinaban el 54 % de las operaciones cursadas por Internet en 2018.

Los objetivos principales de la actuación fueron la revisión de los servicios de recepción y transmisión de órdenes, asesoramiento en materia de inversión y gestión discrecional de carteras. Además, en el caso de la distribución de fondos fuera de los ámbitos de la gestión o el asesoramiento, se analizaron los buscadores y comparadores de instituciones de inversión colectiva (IIC) alojados en las páginas web de las entidades seleccionadas, al objeto de comprobar el cumplimiento de los requisitos que justifican la percepción de incentivos.

i) Revisión de la prestación del servicio de recepción y transmisión de órdenes (RTO).

- Respecto al procedimiento establecido para la evaluación de la conveniencia, se comprobó que algunas entidades no cuentan con controles efectivos que eviten la existencia de incoherencias en la cumplimentación del cuestionario de evaluación de la conveniencia. En este sentido, se verificó que no se contrastan variaciones significativas y contradictorias entre los datos personales proporcionados por el cliente en el momento de su alta (por ejemplo, el nivel de estudios) y los manifestados por este en la cumplimentación del test. Además, los sistemas permitían la introducción de respuestas a las distintas preguntas del cuestionario aparentemente incoherentes entre sí. En relación con estas cuestiones las entidades deben, bien establecer sistemas de control para impedir al cliente continuar con la evaluación en caso de detectarse alguna incoherencia en sus respuestas hasta que se efectúe algún tipo de supervisión adicional (redirección a la oficina, llamada al gestor, etc.), o bien confirmar con el cliente las respuestas proporcionadas hasta que las incoherencias se resuelvan. En cualquier caso, tienen que asegurarse de que con la información de que disponen pueden evaluar la conveniencia de la operación correctamente.

Además, en general las entidades permitían la cumplimentación sucesiva y reiterada del cuestionario, cambiando las respuestas, sin que existiese ningún tipo de limitación.

Finalmente, algunas entidades no informaban al cliente sobre las familias concretas de instrumentos a las que aplicaban la evaluación realizada.

- En cuanto a la entrega al cliente de la información previa sobre el instrumento, cabe destacar, por un lado, que en la contratación de fondos de inversión cotizados (ETF) en algún caso no se entregaba información concreta sobre las características y los riesgos del instrumento y, por otro lado, que, de manera generalizada, en la compra de *warrants* no se incluía la advertencia al cliente de que estaba adquiriendo un instrumento admisible para la absorción de pérdidas o *bailinable*.
- Las incidencias detectadas en relación con las advertencias entregadas al cliente se referían, en su mayoría, a la operativa con instrumentos no complejos. Principalmente estaban relacionadas con advertir erróneamente al cliente sobre el ámbito en el que se estaba ejecutando la operación; por ejemplo, algunas entidades proporcionaban al cliente la advertencia de «solo ejecución» cuando este no había querido cumplimentar el cuestionario de conveniencia o cuando había tenido que rellenar un test cuya información después no se tenía en cuenta en la evaluación. En relación con esta cuestión, conviene señalar que las entidades deben considerar en la evaluación de la conveniencia de la operación toda la información previa disponible sobre el cliente.
- Finalmente, algunas entidades no exigían la *firma* de la orden de compra antes de su envío (mediante la introducción de claves, coordenadas, código de verificación o similar), lo que se considera necesario.

ii) Revisión de la prestación de los servicios de asesoramiento en materia de inversión y gestión discrecional de carteras.

- Tras la entrada en vigor de MiFID II, la formalización de un acuerdo básico de asesoramiento (en soporte duradero) es legalmente exigible cuando la entidad vaya a realizar una evaluación periódica de la idoneidad de los instrumentos financieros o servicios recomendados. Las entidades revisadas daban cumplimiento a esta obligación incluyendo la mención al carácter no independiente de la prestación del servicio y a que percibían la correspondiente remuneración vía incentivos. Sin embargo, la información proporcionada por las entidades presentaba incidencias con respecto a los tipos de instrumentos financieros considerados para realizar las recomendaciones de inversión y la relación con los proveedores o emisores de estos (generalmente entidades del grupo).
- En el análisis de los procedimientos de evaluación de la idoneidad en ambos servicios, tal y como ocurría en la evaluación de la conveniencia, se detectaron diversas incidencias en relación con la coherencia de la información recabada. Además, en lo que se refiere a la prestación del servicio de asesoramiento, en algún caso no existían mecanismos de control para verificar la coherencia entre la información obtenida del test de idoneidad y la incluida en el test de conveniencia vigente.
- En las propuestas de inversión la descripción de cómo se ajusta la recomendación a las características personales del cliente y a sus objetivos de inversión en algunos casos era incompleta.

iii) Análisis sobre el cumplimiento de los requisitos que justifiquen la percepción de incentivos en la distribución de fondos fuera de los ámbitos de la gestión o el asesoramiento.

- En relación con el requisito de facilitar el acceso a una amplia gama de instrumentos que incluya un número apropiado de productos de terceras partes no vinculadas, todas las entidades revisadas daban acceso a través de sus buscadores al menos a un 25 % de fondos de terceros sobre el total de fondos ofrecidos. Respecto a si las entidades ofrecían al menos dos fondos de terceros de la misma categoría, se puede considerar cumplido con carácter general este requisito.
- En cuanto a la existencia de herramientas que ayuden al cliente a adoptar decisiones de inversión, todas las entidades revisadas contaban con buscadores de fondos que permitían el acceso a la información sobre fondos propios y de terceras gestoras, lo que resulta adecuado para cumplir con el requisito de aumentar la calidad del servicio y cobrar incentivos, dado que las herramientas puestas a disposición de los clientes deben aportarles un valor añadido y no limitarse a proporcionar información cuya entrega es obligatoria.
- A este respecto se analizó si estas herramientas ofrecían al cliente datos simultáneos sobre información particularmente relevante sobre la rentabilidad, el importe mínimo de suscripción y las comisiones de los distintos fondos seleccionados y se evidenció alguna deficiencia en varias de las entidades revisadas.
- En relación con la información sobre clases de participaciones de un mismo fondo o compartimento, se comprobó para una muestra de fondos que las entidades, en general, facilitan al cliente información sobre diversas clases. No obstante, si el cliente realizaba una búsqueda por ISIN, el sistema no mostraba la existencia de otras clases del mismo compartimento.

Siguiendo con las actuaciones llevadas a cabo en 2018, en 2019 se realizaron nuevas revisiones con el objetivo específico de analizar la calidad y coherencia de la información recabada de los clientes para evaluar su idoneidad y conveniencia. La CNMV ha detectado deficiencias en diversos casos, por lo que considera importante que las entidades adopten medidas y realicen controles dirigidos 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.

En relación también con la evaluación de la conveniencia, la CNMV ha participado, junto con otros supervisores europeos, en la primera actuación conjunta de supervisión, que ha coordinado ESMA y que ha estado dedicada a esta cuestión. Se trata de la primera acción de este tipo que tiene por objeto el intercambio de experiencias y criterios de supervisión, al efecto de contribuir a alcanzar una mayor convergencia supervisora.

A raíz de estas actuaciones, considerando la experiencia supervisora de la CNMV así como los cambios introducidos por MiFID II, es previsible que se actualicen las guías publicadas por la CNMV sobre esta materia.

En el Plan de actividades de la CNMV para 2019 se contemplaba asimismo la monitorización de la actividad en España de entidades de la Unión Europea en régimen de libre prestación de servicios, con la finalidad de asegurar la adecuada protección de los inversores y facilitar la labor de las autoridades de origen, que son en principio las competentes. En el recuadro 13 se recoge un resumen de esta importante actuación y sus conclusiones.

Monitorización de la actividad en España de entidades europeas en libre prestación de servicios

RECUADRO 13

En el registro de la CNMV figuran inscritas aproximadamente 3.500 entidades de la Unión Europea habilitadas para actuar en España en régimen de libre prestación de servicios sin establecimiento permanente, es decir, sin sucursal o agente vinculado, número que contrasta de manera muy significativa con las apenas 200 empresas de servicios de inversión españolas existentes. Las entidades en régimen de libre prestación, en su gran mayoría radicadas en el Reino Unido aunque también en Chipre en número significativo, no realizan reporte alguno de su actividad a la CNMV, por lo que la información de la que se ha venido disponiendo sobre ellas ha sido históricamente muy limitada.

En los últimos años se ha puesto de manifiesto la realización por parte de algunas de estas entidades de una actividad muy relevante de comercialización entre inversores minoristas de contratos por diferencias (CFD) u otros instrumentos complejos y de elevado riesgo. Se trata de una actividad sobre la que tanto ESMA como la CNMV y otros supervisores han mostrado su preocupación, ya que los análisis realizados han puesto de manifiesto que, con carácter general, genera relevantes pérdidas para los inversores.

Han sido diversas las medidas establecidas para mejorar la protección de los inversores en este ámbito, entre las que destacan las decisiones de ESMA de 22 de mayo de 2018, en virtud del artículo 40 del Reglamento (UE) 600/2014, de restringir la comercialización, distribución o venta de CFD a clientes minoristas, así como de prohibir la comercialización, distribución o venta de opciones binarias a clientes minoristas. Una vez concluido el periodo de vigencia de las decisiones de ESMA, la CNMV aprobó en el verano de 2019 unas medidas de intervención de productos, de acuerdo con el artículo 42 del Reglamento (UE) 600/2014 (MiFIR), con un contenido muy similar a las de ESMA.

En cuanto a la supervisión de la actividad desarrollada por las entidades libre prestadoras, el esquema establecido por la normativa europea asigna en primera instancia a la autoridad del Estado miembro de origen la competencia de supervisión, circunstancia que podría no generar los suficientes incentivos para una vigilancia efectiva. De acuerdo con lo establecido en el artículo 86 de la Directiva MiFID, la CNMV, como supervisor de acogida, está facultada para

comunicar al supervisor de origen aquellos hechos responsabilidad de estas entidades que pudieran resultar contrarios a la normativa y, únicamente en caso de que persista la actuación claramente perjudicial, podría adoptar medidas pertinentes para proteger a los inversores y el correcto funcionamiento del mercado, entre las que se incluye la posibilidad de impedir que las entidades infractoras efectúen nuevas operaciones.

Por todo ello, con la finalidad de asegurar la adecuada protección de los inversores y facilitar a las autoridades supervisoras del Estado de origen su labor, la CNMV incluyó en su Plan de actividades de 2019 el reforzamiento de la monitorización —que no supervisión— de la actividad en España de las entidades en libre prestación. Para ello, el Departamento de Supervisión de ESI y ECA ha elaborado un mapa de las entidades europeas en libre prestación en el que ha establecido una prioridad revisora en función de diversos parámetros, entre otros el nivel de actividad en CFD —información obtenida de otras autoridades europeas a partir de los trabajos previos realizados en el seno de ESMA—, así como su presencia en medios de comunicación masivos o en eventos promocionales y la naturaleza y relevancia de las quejas o reclamaciones presentadas por inversores.

Las actuaciones de monitorización de las entidades identificadas se han referido, con carácter general, a las restricciones legales aplicables a la comercialización, distribución o venta de CFD a clientes minoristas, así como a la información facilitada a los inversores a través de sus páginas web y, en particular, si la información que se presenta en ellas es en general adecuada y equilibrada.

Como resultado de estas actuaciones se han identificado una serie de incidencias y riesgos emergentes que han sido trasladados al supervisor de origen en aquellos casos en que se han considerado relevantes, con la finalidad de que se adoptaran medidas para su subsanación. Se señalan a continuación los más relevantes:

- Restricciones establecidas por ESMA y por la CNMV en materia de comercialización, distribución o venta de CFD a inversores minoristas en vigor desde agosto de 2018. En las revisiones realizadas se ha puesto de manifiesto la utilización por parte de algunas entidades de prácticas dudosas:
 - Incitación a clientes minoristas a solicitar el tratamiento como clientes profesionales, toda vez que a estos últimos no les resultan de aplicación las restricciones a la comercialización de CFD. Para ello, entre otras estrategias, se inducía a la realización de operaciones que permitieran acreditar experiencia en estos instrumentos o, en otros casos, las webs destacaban de manera no equilibrada los *beneficios* de ser cliente profesional.
 - Fomento del traslado de la operativa a terceros países de fuera de la Unión Europea con menores restricciones en la comercialización de estos productos. Entre otros, las webs de algunas de estas entidades recogen comparativas de los límites operativos con aquellos

ofertados por filiales de su grupo en terceros países no sujetos a las restricciones de ESMA, lo que resulta una promoción no permitida de la actividad a través de entidades situadas en terceros Estados.

- Realización por parte de personas no autorizadas de actividades de comercialización y prestación de servicios de inversión para los que se requiere autorización:

- Promoción de operativas consistentes en la réplica por parte de numerosos inversores de las operaciones realizadas por un inversor-master no autorizado como ESI, denominadas habitualmente con el apelativo de *social trading*. En relación con este tipo de actividades, ESMA considera (véase ESMA/2012/382, Q.9) que se estaría prestando el servicio de inversión de gestión discrecional de carteras y es preciso, por tanto, contar con autorización. La CNMV comparte esta visión y considera que en la prestación del servicio de gestión, que debe realizar el personal de la entidad, deben cumplirse en todo caso las normas de conducta y en particular las referidas a la evaluación de la idoneidad y el cumplimiento de los deberes de información a los clientes.
- Realización de actividades de captación de clientes. Varias entidades publicitan los denominados «Programas de asociados o afiliados», que proporcionarían a terceros pagos por los clientes captados. En algunos casos, estos programas podrían adicionalmente estar permitiendo la prestación de servicios de asesoramiento y gestión por parte de estas personas no autorizadas.

Respecto a esta práctica de captación, la CNMV ha trasladado al supervisor de origen que se trataría de una actividad no permitida de acuerdo con lo establecido en el artículo 144 de la Ley del Mercado de Valores, según el cual únicamente las entidades autorizadas —y sus agentes vinculados con determinadas restricciones— pueden desarrollar las actividades de comercialización, captación de clientes y prestación de servicios de inversión.

- Incidencias referidas a la actividad publicitaria desarrollada y en particular:

- Existencia de publicidad encubierta. Se han identificado artículos publicados en medios de comunicación que presentan un alto componente promocional y publicitario de la actividad desarrollada por estas entidades, que, a pesar de ello, han manifestado que no se trata de publicidad contratada por ellas. Esta publicidad no reconocida resulta contraria a las exigencias establecidas en la normativa, al incluir información poco clara y que puede resultar engañosa.
- Realización de comunicaciones publicitarias en las que se destaca la prestación del servicio de intermediación en acciones con comisión cero, lo que no resulta adecuado, ya que no se informa de los costes implícitos en las transacciones.

Hasta la fecha, dos autoridades supervisoras europeas han publicado medidas adoptadas contra entidades en régimen de libre prestación, consistentes en la prohibición de realización de operaciones. La CNMV tiene previsto continuar en los próximos meses con su actividad de monitorización de la actividad desarrollada por entidades libre prestadoras y no descarta la adopción de medidas similares en caso de que persistieran situaciones relevantes perjudiciales para los intereses de los inversores en España o para el correcto funcionamiento de los mercados por incidencias previamente trasladadas al supervisor de origen.

La CNMV también llevó a cabo otras actuaciones relacionadas con el cumplimiento de normas de conducta, entre las que cabe destacar:

- Dos actuaciones horizontales tempranas referidas a la información que las entidades facilitan a sus clientes en el documento de información fundamental (DIF) exigido en el Reglamento PRIIPS y sobre costes e incentivos de acuerdo con la nueva normativa de MiFID II. Las deficiencias relevantes detectadas, sobre las que se informó en sendos recuadros incluidos en el Informe anual del año 2018, fueron trasladadas a las entidades durante el año 2019.
- Una revisión para una muestra de grupos bancarios de las retrocesiones que el banco recibe de la sociedad gestora de la institución de inversión colectiva (SGIIC) por la distribución de IIC del grupo, con el objetivo de identificar posibles situaciones en que pudiera estar eludiéndose el cumplimiento de la normativa mediante esquemas de integración vertical. Se detectó que en algunos casos podría estar dándose parcialmente tal supuesto y se ha solicitado a varias entidades que justifiquen la modificación de las condiciones económicas de sus acuerdos de distribución tras la entrada en vigor de MiFID II.
- Comprobaciones relativas a la suficiencia de los conocimientos y las competencias del personal que informa o asesora a clientes minoristas, observándose algún caso en que dicho personal y, en particular, algunos agentes no contaban con la debida acreditación.
- En junio de 2019 la CNMV adoptó una resolución sobre medidas de intervención de productos relativas a opciones binarias y contratos financieros por diferencias, con la que daba continuidad a las medidas previamente adoptadas por ESMA sobre estos instrumentos, dada su complejidad y apalancamiento y con el ánimo de proteger a los clientes minoristas que operan con ellos.

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, teniendo en cuenta 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*.

El sector sigue presentando en su conjunto una situación holgada de fondos propios en términos relativos (véase epígrafe 3.2.2.1). Dentro de las tareas de supervisión, se mantuvo un estrecho seguimiento de las entidades en las que se pusieron de manifiesto incidencias patrimoniales o de solvencia.

Durante el ejercicio se continuaron aplicando los procedimientos y las metodologías comunes para el proceso de revisión y evaluación supervisora (PRES), en el que, con carácter general, no se observaron situaciones de riesgo relevante.

En 2019 se continuó trabajando, con el apoyo técnico del Banco de España, en la revisión de los modelos internos para la determinación de exigencias de recursos propios de una entidad de gran tamaño y que mantiene elevados volúmenes de contratación en instrumentos derivados, tanto negociados en mercados organizados como OTC.

Asimismo, se siguió revisando el perfil de riesgo de todas las entidades, comunicando al Fondo Ordenado de Reestructuración Bancaria (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.

Por otra parte y con el objetivo de identificar los principales aspectos que las ESI deben considerar si deciden realizar actividades accesorias, así como de transmitir al sector los criterios de interpretación que la CNMV tiene previsto aplicar y de determinar el alcance con el que pueden desarrollarse tales servicios por parte de una ESI, se publicó la Guía técnica sobre la prestación de actividades accesorias. En esta Guía se recuerda que la realización de actividades accesorias por parte de una ESI debe comunicarse a la CNMV y que estas deberán tener algún componente financiero o un grado de conexión suficiente con el negocio de la ESI, al tiempo que se establecen determinados umbrales que se consideran admisibles para estos servicios o actividades en conjunto.

Guía técnica 3/2019 sobre procedimientos de autorización de nuevas entidades

RECUADRO 14

La CNMV aprobó el 28 de noviembre de 2019, tras someterla a consulta pública, la Guía técnica 3/2019 sobre procedimientos de autorización de nuevas entidades, con la que daba cumplimiento a uno de los compromisos asumidos en el Plan de actividades para el ejercicio 2019.

La guía se dirige a los promotores de proyectos de autorización de empresas de servicios de inversión (ESI), sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC), sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC) y plataformas de financiación participativa (PFP), y contiene recomendaciones y buenas prácticas para facilitar y agilizar los procesos de autorización.

Los procesos de autorización de entidades son, en general, procedimientos laboriosos en los que los promotores han de presentar numerosa documentación para cumplir con la normativa aplicable, altamente armonizada en la Unión Europea y cada vez más compleja y abundante, que impone condiciones exigentes y muy detalladas para conceder las autorizaciones.

Para facilitar a los promotores el trámite de autorización, la CNMV ha desarrollado guías o manuales en los que se explican los pasos que se han de seguir y la documentación que se ha de aportar para concluir el procedimiento con éxito. Además, se facilita una interlocución directa con los interesados, a través de la cual se aclara cualquier cuestión relacionada con los expedientes.

En esta línea y para conseguir una tramitación ágil y eficaz de los procedimientos de autorización, la Guía técnica 3/2019 ofrece a los promotores la posibilidad de contactos iniciales estructurados, que denomina de prenotificación, destinados a facilitar la identificación de los aspectos más relevantes para la tramitación de su solicitud con anterioridad al inicio de la tramitación formal del expediente.

Esta prenotificación puede consistir en una o varias reuniones previas a la presentación de la solicitud de autorización formal para comentar y analizar de forma preliminar el proyecto y la documentación que los promotores deben aportar. Para garantizar la eficacia de esta fase, la CNMV pone a disposición de los promotores en su página web formularios con la información sustancial requerida, considerando las especificidades de cada una de las entidades, que deberían ser cumplimentados antes de las correspondientes reuniones y servir de guía en ellas.

La prenotificación no excluye en modo alguno que con anterioridad puedan mantenerse reuniones para exponer, de forma general, las características del proyecto que se esté considerando y obtener de la CNMV una primera impresión al respecto. En todo caso, para que estas reuniones sean productivas es también aconsejable que el promotor remita con la antelación suficiente una breve nota con las cuestiones que desee comentar.

Por otra parte, y ya en el procedimiento legal de autorización, una vez realizado un análisis previo del proyecto y con el objetivo de agilizar dicho procedimiento, en la Guía técnica se recomienda que la documentación que compone el expediente de solicitud de autorización se presente acompañada de un documento estandarizado que identifique la documentación aportada y en el que figuren las comprobaciones que sobre ella ha realizado el propio solicitante; esta autorrevisión tiene por objeto evitar los errores que con más frecuencia se repiten en la documentación que se aporta.

Asimismo, es importante destacar que la Guía técnica 3/2019 prevé que la CNMV tenga en cuenta la naturaleza, escala y complejidad de la entidad concreta para la aplicación proporcionada de los requisitos de autorización.

Por último, la Guía técnica recuerda que la CNMV está facultada por la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas, a tener por desistidas las solicitudes de

autorización si no se aporta toda la documentación legalmente exigida y no se subsana dicha circunstancia a requerimiento de la CNMV dentro del plazo que se conceda al efecto.

6.2 Instituciones de inversión colectiva y entidades de inversión de tipo cerrado

La supervisión de IIC, entidades de capital riesgo (ECR) y entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC) ha estado caracterizada fundamentalmente por la realización de análisis preventivos para asegurar que las sociedades gestoras de estos vehículos cumplen de forma adecuada con sus obligaciones, que los conflictos de interés se resuelven de manera apropiada y que los partícipes y accionistas reciben información suficiente sobre sus inversiones.

En cualquier caso, las dos modalidades de supervisión de vehículos y sus gestoras que realiza la CNMV son complementarias. Por un lado, la supervisión a distancia, basada en el análisis de los estados de información financiera de los vehículos remitidos periódicamente a la CNMV —entre ellos, el listado de posiciones individuales de los activos en cartera—. Por otro lado, la verificación *in situ*, centrada básicamente en aquellos aspectos menos estandarizados o más específicos de los vehículos, 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, 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 2019 en el ámbito de las IIC:

- 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 de exposición en la operativa sobre instrumentos derivados.
- Análisis de rentabilidades y 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 y colocaciones en el mercado primario.

En todas estas situaciones 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 2019 no se han detectado incidencias relevantes en las auditorías de IIC, ya que solo en una de ellas ha habido una salvedad, respecto a la cual se solicitó la información correspondiente.
- Análisis de liquidez de las IIC: se monitoriza el nivel de liquidez actual de los activos que mantienen en cartera las IIC, para identificar las instituciones que podrían presentar exposiciones relevantes en activos con niveles reducidos de liquidez y detectar deficiencias en los controles y procedimientos que las gestoras deben implementar para llevar a cabo una adecuada gestión de dicha liquidez.

El objetivo de estos análisis de supervisión es garantizar que no se generen conflictos de interés entre inversores, es decir, que la gestión diaria de la liquidez respete el principio de equidad (a través de la venta proporcional de la cartera líquida e ilíquida para atender reembolsos), y que, en situaciones o circunstancias excepcionales, la gestora disponga de planes de contingencia para activar otras medidas o herramientas admitidas por la normativa, entre otras: plazos de preaviso, suscripciones y reembolsos parciales, creación de compartimentos de propósito especial e, incluso, la suspensión temporal del fondo.

Análisis de liquidez de las IIC

RECUADRO 15

A partir de la información reservada que las entidades gestoras remiten mensualmente a la CNMV, se llevan a cabo con carácter recurrente análisis de supervisión a distancia, en los que se monitoriza el nivel de liquidez actual de los activos que mantienen en cartera las IIC, con el objetivo de identificar y anticipar posibles problemas de liquidez que pudieran surgir en las instituciones, así como de detectar deficiencias en los controles y procedimientos que las gestoras deben implementar para llevar a cabo una adecuada gestión de dicha liquidez.

Para ello, a partir de una metodología predefinida, en la que se combina información de diversas fuentes de mercado, se procede a asignar un nivel de

liquidez a cada uno de los activos de las IIC, lo que permite identificar las instituciones que podrían presentar exposiciones relevantes en inversiones con los niveles más reducidos.

Del resultado de la última actuación global realizada en 2019 (a 30 de septiembre) se desprende que el volumen estimado de activos que podrían presentar menores niveles de liquidez era poco relevante, en concreto, 6.904 millones de euros, que representan el 2,29 % del total de volumen de patrimonio gestionado por las IIC. Adicionalmente, la exposición a estos activos se encontraba muy diversificada, habiéndose identificado 83 instituciones con exposiciones superiores a los umbrales que la CNMV considera de interés supervisor a los efectos de realizar un análisis más exhaustivo. Estas 84 entidades representaban el 1,99 % del total de las inscritas.

Con respecto a las entidades que gestionan estas IIC, se verificó que dispongan de controles y procedimientos adecuados; en concreto, que:

- Apliquen una metodología en la que se tenga en cuenta el mayor número posible de parámetros o factores con los que fijar un nivel de liquidez para cada inversión, dando prioridad a información cuantitativa sobre volúmenes negociados, horquillas de precios, número de contrapartidas existentes...
- Realicen estimaciones de los horizontes temporales necesarios para una liquidación ordenada de cada una de las posiciones y que estas sean estimaciones en términos globales, es decir, considerando todas las inversiones de sus fondos en un mismo activo.
- Lleven a cabo pruebas de estrés tanto del activo como del pasivo del fondo, con el objetivo de anticipar posibles problemas de liquidez ante situaciones excepcionales.
- Existan para cada fondo límites o umbrales internos a la inversión en los activos que pudieran presentar problemas de liquidez y que, en caso de que estos se superen, se realice un análisis exhaustivo de las circunstancias por las que han sido superados y se adopten, en su caso, medidas para garantizar que no se produzcan conflictos de interés entre inversores, así como para que no se incremente de manera significativa el nivel de riesgos de la IIC.
- Se contemplen planes de contingencia en los que se prevean de manera detallada las circunstancias y condiciones en las que serían objeto de activación las diferentes herramientas o mecanismos admitidos por la normativa: plazos de preaviso, endeudamiento temporal, suscripciones y reembolsos parciales, creación de compartimentos de propósito especial (o *side pockets*) e, incluso, la suspensión temporal del fondo.

El objetivo de estos análisis de supervisión es garantizar que las gestoras no generen conflictos de interés entre inversores, que en la gestión diaria de la liquidez de sus instituciones se respete en todo momento el principio de equidad a través de lo que se conoce como *slicing approach* (o venta proporcional

de la cartera líquida e ilíquida para atender reembolsos) y que la entidad disponga de planes de contingencia para activar las medidas o herramientas señaladas en situaciones o circunstancias excepcionales.

Por último, cabría destacar que también se ha analizado, con carácter preventivo, la exposición mantenida por las IIC en determinadas categorías de activos que, por sus características, pudieran generar en el futuro algún tipo de problemática en la gestión de la liquidez de las IIC. En concreto, en la última actuación realizada el análisis se ha enfocado en las inversiones mantenidas en renta fija con baja calificación crediticia (conocida como deuda de alto rendimiento o *high yield*), así como en renta variable de compañías con baja capitalización (*small caps*). En el caso de las instituciones identificadas con las mayores exposiciones, se ha requerido a sus gestoras que procedan a mejorar la transparencia aportada a los partícipes, advirtiendo en el documento de datos fundamentales para el inversor (DFI) del mayor riesgo potencial de liquidez que pueden tener tales instituciones en situaciones adversas de mercado como consecuencia de la inversión en estos activos.

En el ámbito de los activos aptos, y de acuerdo con lo previsto en el Plan de actividades de la CNMV, en 2019 se realizó un análisis sobre la inversión de las IIC en otras IIC del grupo, para valorar los costes de la estructura en dos niveles. En general, se detectó que la mayoría de las gestoras aplicaban buenas prácticas a los costes acumulados de sus fondos de fondos. En cualquier caso, como también se identificaron gestoras en las que esto no era así, se publicó en la página web de la CNMV un comunicado recogiendo buenas prácticas al respecto (básicamente, retroceder la comisión de gestión de los fondos subyacentes si no se invertía en clases limpias o si estas no existían).

Inversión de las IIC en IIC del grupo

RECUADRO 16

La CNMV realizó en 2019 un análisis de las prácticas seguidas por las gestoras españolas cuando sus fondos invierten en otros fondos gestionados por la misma gestora o por otras gestoras del mismo grupo.

El análisis puso de manifiesto que la mayoría de las gestoras que realizan esta operativa invierten en las clases *cartera* (también denominadas *clean*) o retroceden la parte de la comisión de gestión que podría imputarse a gastos de comercialización del fondo inversor cuando invierten en subyacentes con clases más caras o en fondos sin clases. Incluso hay gestoras que aplican métodos más favorables para los partícipes, retrocediendo la totalidad de la comisión de gestión del fondo subyacente o estableciendo una clase con comisión o % (clase cero), que es en la que invierten sus IIC.

No obstante, se detectó un reducido número de gestoras que no estaban retrocediendo al fondo inversor los costes de distribución cuando estos están incluidos en la clase en la que se invierte, lo que supone una práctica menos

transparente. Adicionalmente, esta práctica sería diferente de la que se produce cuando se invierte en IIC extranjeras ajenas al grupo (caso en el que siempre se abonan al fondo inversor las retrocesiones percibidas). Por este motivo, la CNMV está considerando promover una modificación de la normativa al respecto.

En todo caso, y en tanto no se produzca la citada modificación normativa, se hizo público con fecha 19 de diciembre de 2019, un comunicado informando de que se considera buena práctica en relación con la inversión de las IIC en otras IIC gestionadas por la misma gestora o por gestoras del mismo grupo en las que no existan clases sin comisión de distribución (clases cartera o *clean*), que la gestora establezca mecanismos que garanticen que se retroceden al fondo inversor los costes de comercialización incluidos en la comisión del fondo subyacente, teniendo en cuenta que en este tipo de inversiones no ha existido dicha comercialización.

Junto con los citados análisis específicos de carácter general, se realizaron otros por cuestiones concretas presentes en entidades determinadas, tales como análisis de valoración, de inversiones en liquidez o en activos no aptos, de conflictos de interés, etc.

Con respecto a los **vehículos de inversión de tipo cerrado**, se realizan análisis en la supervisión a distancia que abarcan, dentro del total de dichos vehículos, distintos universos en función de las obligaciones legales a las que están sometidos.

Por ejemplo, se analizan los informes de auditoría recibidos, así como los informes especiales contemplados en la norma 20.^a de la Circular 11/2008, de 30 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, 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. Este análisis se realiza sobre la información recibida en la CNMV. Por un lado, los informes de auditoría de las entidades que están obligadas por ley a remitir las cuentas anuales auditadas —esto es, las gestionadas por gestoras cuyos activos bajo gestión superen los umbrales establecidos o que realicen la actividad de comercialización a minoristas, así como las sociedades autogestionadas— y, por otro lado, los informes recibidos de entidades no obligadas.

Adicionalmente, a través de la información reservada recibida, se analiza el cumplimiento tanto del coeficiente obligatorio de inversión como del coeficiente de diversificación. De este análisis quedan excluidas las sociedades de inversión colectiva de tipo cerrado (SICC) y los fondos de inversión colectiva de tipo cerrado (FICC), al no estar obligados a dichos coeficientes.

En el ejercicio 2019, como resultado de todas las actuaciones de supervisión desarrolladas, se enviaron 1.464 escritos a las entidades supervisadas.

Del total de escritos, 538 correspondían a requerimientos por información presentada fuera de plazo, en su mayor parte informes de auditoría de vehículos.

Por su parte, se enviaron 151 escritos solicitando información necesaria para la supervisión (distinta de la disponible con carácter general) a las entidades sujetas.

También se remitieron 622 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 153 escritos correspondientes a otro tipo de comunicaciones (básicamente, contestación de consultas e información dirigida a las gestoras).

Supervisión de IIC/ECR: Requerimientos remitidos por la CNMV en 2019 CUADRO 6.2.1

Tipo de requerimiento	A distancia	<i>In situ</i>	Total
Por información fuera de plazo	538	0	538
Solicitud de información	115	36	151
Medidas correctoras o recomendaciones	576	46	622
Otras comunicaciones	126	27	153
Total	1.355	109	1.464

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, con los últimos datos disponibles —diciembre de 2019—, cabe señalar que el conjunto de las gestoras tenía una situación de superávit significativo. En el caso de las SGIIC, los recursos computables alcanzan los 733 millones de euros (4,8 veces los recursos exigibles). En las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC), sus recursos computables eran de 125 millones de euros (3 veces los recursos exigibles). Por último, las sociedades gestoras de fondos de titulización (SGFT), cuyos datos disponibles corresponden al cierre del ejercicio 2018, suponen un caso diferente, al alcanzar casi todas ellas el máximo de recursos exigibles contemplado en la ley y adaptar los recursos computables a dicho máximo, por lo que el superávit del sector es muy escaso.

Respecto a los patrimonios gestionados, se debe señalar que en el caso de las SGIIC se produjo una ligera reducción en el cierre de 2018, del 1,5 %, respecto al ejercicio 2017, que se recuperó con un incremento del 13 % en diciembre de 2019. Las SGEIC acumularon aumentos del patrimonio gestionado, un 27 % en 2018 respecto a 2017, y un 22 % adicional en el cierre de 2019, mientras que para las SGFT el patrimonio total gestionado disminuyó más de un 17 %.

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, en el ámbito de las **sucursales de gestoras europeas** que operan en España y sobre la base de la circular aprobada en 2018, la habilitación del trámite de CIFRADO SGE para obtener información sobre su actividad y, de esta forma, supervisar la aplicación de las normas de conducta. La primera recepción de datos, correspondiente al ejercicio 2019, se recibirá antes de final de febrero de 2020.

En el sector de las SGEIC, los análisis de supervisión puntuales o no recurrentes se mantienen centrados en las gestoras de nueva creación, que, dado el tiempo necesario para alcanzar los niveles de rentabilidad mínimos, mantienen niveles de recursos propios muy escasos y, en ocasiones, deficitarios.

Por último, ha de destacarse el incremento producido en el número de gestoras durante el ejercicio 2019: 7 nuevas SGIIC, 16 SGEIC y 1 SGFT, lo que ha supuesto un aumento de los patrimonios gestionados y una mayor dedicación en las labores generales de supervisión de la CNMV.

6.4 Entidades depositarias

En 2019 la supervisión de los depositarios 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 las anomalías que hayan detectado en la gestión o administración de las IIC. Dentro de estos, en 2019 se prestó 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 la exigencia de depositario para estos vehículos de inversión.

6.5 Plataformas de financiación participativa

En cuanto a la supervisión de las plataformas de financiación participativa (PFP), en 2019 se ha seguido con el modelo de supervisión que descansa, básicamente, en la revisión de las cuentas anuales auditadas; de la memoria establecida en el artículo 91 de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial; del informe especial del auditor, y de la información anual en formato de tablas solicitada a las entidades y referida a la situación y actividad en el periodo. En particular, se ha realizado un seguimiento del contenido de los informes de auditoría que acompañan las cuentas anuales, cuyos aspectos de mayor interés se refieren a la situación financiera y la existencia de partidas de activos correspondientes a aplicaciones informáticas, activos fiscales y participaciones de cartera no cotizadas. De cara a la elaboración del mapa de riesgos de PFP resulta de especial interés la información cuantitativa obtenida, en particular sobre financiación captada, clientes, ingresos y resultados, así como, entre otros, la información referida a morosidad de los proyectos y al número y a la naturaleza de las reclamaciones recibidas. Como resultado del análisis de esta información, se ha considerado conveniente planificar actuaciones específicas de supervisión para atender algunos aspectos de interés puestos de manifiesto.

6.6 Colaboración en la prevención del blanqueo de capitales

En materia de prevención del blanqueo de capitales, se continúa aplicando el convenio de colaboración suscrito entre el Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención de Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias (SEPBLAC) y la CNMV. En 2019 se acordó la realización del programa de trabajo de revisión convenido para nueve entidades de las contempladas en los planes de inspección, que comprenden tanto empresas de servicios de inversión como sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva.

En cuanto a los trabajos planificados en este ámbito en ejercicios anteriores, se remitieron al SEPBLAC las conclusiones alcanzadas de acuerdo con el plan de trabajo previsto sobre el grado de cumplimiento de las obligaciones de prevención del blanqueo de capitales para seis ESI o SGIIC.

Asimismo, se remitió al SEPBLAC información relevante referida a incidencias en materia de prevención de blanqueo de capitales identificadas en la revisión de los informes de auditoría interna elaborados por las entidades sujetas.

6.7 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 ESI —salvo las empresas de asesoramiento financiero (EAF)— en caso de concurso o declaración de insolvencia por parte de la CNMV. La cobertura del FOGAIN se extiende también a los clientes de las SGIIC y de las SGEIC de tipo cerrado 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 ESI. El importe máximo de la indemnización, una vez comprobada la posición neta del inversor, es de 100.000 euros.

A finales de 2019 el número de entidades adheridas al FOGAIN ascendía a 178, lo que supone 11 entidades más que el año anterior. En el cuadro 6.7.1 se muestra la distribución por tipo de entidad.

Evolución del número de entidades adheridas al FOGAIN

CUADRO 6.7.1

Tipo de entidad	2016	2017	2018	2019
SAV	81	89	91	94
SGC	2	1	1	1
SGIIC	58	68	73	81
SGEIC	1	2	2	2
Total	142	160	167	178

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). 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 FOGAIN siguió invirtiendo su patrimonio en deuda pública a distintos plazos y en depósitos bancarios.

Su patrimonio alcanzó al cierre del ejercicio un importe de 108 millones de euros, lo que supone un incremento del 7,35 % respecto a 2018. 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 FOGAIN durante el año. Así, en 2019 el FOGAIN recuperó 1,36 millones de euros del concurso de acreedores de Interdín Bolsa, SV, S. A., lo que supone que, hasta la fecha, ha recuperado aproximadamente el 95 % 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.

El FOGAIN ha continuado proporcionando información a los clientes de sus entidades adheridas e inversores en general, una de las funciones que tiene legalmente asignadas. Tanto telefónicamente como a través de su página web (www.fogain.es) se han atendido numerosas consultas de inversores acerca de la cobertura que ofrece el FOGAIN.

6.8 Índices de referencia

La CNMV es la autoridad competente en España para la aplicación de la regulación de los índices de referencia, contenida en el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo¹.

El ejercicio 2019 fue el último año del periodo transitorio previsto para la completa aplicación del Reglamento² y para la autorización y registro de los administradores de índices existentes en el momento de su aprobación. Por ello, durante el ejercicio parte de la actividad de la CNMV en este ámbito se centró en tramitar los expedientes de registro de los administradores de índices establecidos en España para su incorporación al registro centralizado a cargo de ESMA.

1 La regulación también atribuye al Banco de España las funciones de supervisión, inspección y sanción en lo que se refiere al cumplimiento de las siguientes obligaciones: i) las existentes por parte de las entidades supervisadas contribuidoras de datos para índices elaborados por el Banco de España y ii) las relacionadas 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.

2 El Reglamento (UE) 2019/2089 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, amplía en dos años, hasta el 31 de diciembre de 2021, el plazo transitorio para los índices críticos y para los índices de terceros países.

Administradores de índices de referencia autorizados o registrados por la CNMV

CUADRO 6.8.1

Administrador	Tipología	Fecha de inscripción registral
Analistas Financieros Internacionales, S. A.	Administrador de índices no significativos	18 de julio de 2019
Sociedad de Bolsas, S. A.	Administrador de índices significativos	14 de noviembre de 2019

Fuente: CNMV.

Además, en el momento de la finalización del periodo transitorio se encontraba en tramitación la inscripción de cuatro administradores más, cuya identidad ha sido publicada por ESMA. Según el artículo 51.3 del Reglamento 2016/1011, las entidades supervisadas de la Unión Europea pueden continuar utilizando los índices proporcionados por estos administradores, a menos y hasta que se rechace dicha inscripción.

En cuanto a las actuaciones de supervisión, la CNMV continuó desarrollando su actividad como miembro del colegio del Euribor y del Eonia, así como del Libor, y completó la revisión del cumplimiento de los requisitos exigibles durante el periodo transitorio establecido en la nueva regulación por las entidades que participan en los paneles de los índices críticos. Dicha revisión concluyó que las entidades habían establecido recursos, políticas, procedimientos y controles adecuados, estando previsto realizar una nueva revisión una vez implantada la nueva metodología del índice y obtenida por su administrador la autorización conforme al Reglamento de índices y la inscripción en el registro de ESMA.

Debido a la relevancia de la reforma llevada a cabo en los tipos de interés de referencia (véase recuadro 17), la CNMV ha seguido prestando especial atención a impulsar el conocimiento y la adaptación a la nueva normativa de las entidades financieras y demás empresas que utilizan índices de tipos de interés en sus operaciones financieras y de mercado de capitales. Para ello, además de la difusión de información (a través de la sección «Índices de referencia» de la web de la CNMV), la participación en numerosos actos de divulgación y la aclaración de dudas, se han realizado las siguientes actuaciones:

En julio de 2019 la CNMV publicó una serie de recomendaciones dirigidas a las entidades sobre la conveniencia de:

- Realizar un seguimiento de los desarrollos y las actuaciones de los grupos de trabajo y de los principales avances en el proceso de reforma.
- Contar con medidas organizativas adecuadas para coordinar el diseño y la implementación de los trabajos de transición si el nivel de uso y exposición de la entidad lo aconsejan.
- Realizar una evaluación de los riesgos y posibles efectos contables, legales, operacionales, prudenciales y de conducta asociados a la transición en diferentes escenarios.
- Planificar las acciones de implementación correspondientes.

El pasado 29 de octubre, la CNMV organizó una Conferencia sobre la adaptación de los índices de tipos de interés a la nueva normativa europea, que contó con la presencia del presidente de ESMA; de representantes de la Comisión Europea, del Banco Central Europeo, del Banco de España y de IOSCO; del presidente y otros miembros de la CNMV, y de asociaciones sectoriales y entidades españolas presentes en el grupo de trabajo sobre índices libres de riesgo en la zona del euro.

La actividad sobre política regulatoria y convergencia supervisora continúa también, bajo la coordinación de ESMA, con la participación en la red sobre *benchmarks*. Durante 2019 se siguió completando el documento de preguntas y respuestas y se elaboraron y publicaron varios comunicados sobre las consecuencias de un *brexit* sin acuerdo y sobre los criterios aplicables al registro de administradores de terceros países.

Entre las novedades normativas producidas durante 2019 destaca la modificación del Reglamento de índices de referencia —mediante el Reglamento (UE) 2019/2089 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019—, que crea dos categorías de índices relacionados con el cambio climático: los índices de referencia de transición climática de la Unión Europea, etiqueta reservada a índices que seleccionen compañías que presentan una trayectoria de reducción de las emisiones de carbono, y los índices de referencia de la Unión Europea alineados con el Acuerdo de París, para aquellos que seleccionen solamente empresas que contribuyen al logro de limitar a largo plazo el calentamiento global.

El reglamento, además de regular las características y los requisitos que habrá de cumplir un índice para ser clasificado dentro de una de estas dos categorías, insta a los administradores de índices significativos a contar con al menos uno de estos índices de transición climática. Al mismo tiempo, establece que los administradores de índices convencionales tendrán que explicar si su metodología ha tenido en cuenta factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG) y deberán incorporar, en la declaración que deben presentar (artículo 27 del Reglamento de índices de referencia), información sobre cómo se han tenido en cuenta los factores ESG.

Este reglamento también introduce otros cambios en la normativa de índices de referencia, como la ampliación a un periodo máximo de cinco años de la posibilidad de imponer la administración obligatoria de los índices de referencia cruciales o de hacer obligatorias las contribuciones para dichos índices, y amplía también hasta el 31 de diciembre de 2021 el periodo durante el que puede publicarse y utilizarse un índice de referencia crucial existente sin que su administrador haya solicitado autorización. Este plazo también resulta aplicable a la utilización de índices de terceros países. Por su parte, el Reglamento (UE) 2019/2175 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de diciembre de 2019, atribuye a ESMA nuevas competencias en materia de índices, que serán efectivas a partir del 1 de enero de 2022: la supervisión de los administradores de índices cruciales y el reconocimiento de los índices de referencia de terceros países.

También durante este año, ESMA ha aprobado las Directrices sobre índices no significativos, que la CNMV ha adoptado como propias. Estas directrices definen unos criterios proporcionados al nivel de vulnerabilidad y riesgo de estos índices en cuanto a los requisitos de la función de vigilancia, las disposiciones sobre datos de cálculo, la transparencia de la metodología y los requisitos de gobernanza y control aplicables a los contribuidores supervisados.

Por último, cabe destacar la consulta pública de la Comisión Europea realizada a finales de 2019 sobre la revisión del Reglamento de índices de referencia, a la que la CNMV ha contribuido con propuestas concretas para fortalecer el tamaño y la estabilidad del panel de contribuidores de forma permanente y ampliar los poderes de las autoridades para instar a cambios metodológicos con el fin, en ambos casos, de garantizar la continuidad y la representatividad de los índices críticos.

Avances en la reforma de los índices de tipos de interés

RECUADRO 17

La transición¹ hacia índices de referencia más robustos y representativos de la realidad económica que tratan de medir, así como la adopción de tasas libres de riesgo (o casi libres de riesgo), han avanzado de forma significativa en 2019 aunque quedan importantes retos que afrontar en los próximos años relacionados con su implantación y consolidación y con la solidez de los contratos actuales y futuros.

En la zona del euro, el Banco Central Europeo (BCE) publica desde el pasado 2 de octubre el tipo de interés a corto plazo del euro, conocido por el acrónimo €STR (*euro short-term rate*). El €STR refleja el coste para los bancos de la zona del euro de tomar fondos prestados a plazos muy cortos (*overnight*) de otras entidades financieras sin aportar garantías. Este índice ha sido recomendado por el grupo de trabajo sobre índices libres de riesgo en la zona del euro² (en adelante, el grupo de trabajo sobre euroRFR) como el índice libre de riesgo de la zona del euro y sustituto del Eonia, al ser considerado más robusto, transparente y representativo, puesto que está calculado por el BCE, se basa en transacciones individuales reportadas por las 52 mayores entidades de la zona del euro e incluye depósitos con entidades financieras distintas de entidades de crédito.

Atendiendo a dichas recomendaciones y para facilitar una transición suave de un índice a otro, el administrador del Eonia (European Money Markets Institute, EMMI) ha reformulado su cálculo como la suma del €STR más un diferencial, determinado por el BCE, de 8,5 puntos básicos. Con arreglo a esta nueva metodología, dicho administrador ha recibido la correspondiente autorización de la Autoridad de Mercados y Servicios Financieros de Bélgica (FSMA) de conformidad con 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 (en adelante, BMR), lo que permite que el Eonia pueda continuar utilizándose hasta el 3 de enero de 2022, fecha en la que está prevista su desaparición.

El mencionado Grupo de Trabajo también ha recomendado a los participantes del mercado que, tan pronto como les sea posible, vayan reemplazando gradualmente el Eonia por el €STR como tipo de interés de referencia en sus productos y contratos y realicen los ajustes contractuales y operativos necesarios para utilizar el €STR como índice de referencia³.

El otro índice más importante de la zona del euro, el Euribor, que mide el coste de financiación de los bancos pero en plazos que van desde 1 semana hasta 12 meses, ha culminado durante el año su adaptación a la regulación europea, mejorando su metodología para reflejar con mayor fidelidad la situación del mercado, y ha reforzado el entorno de gobernanza y control que rodea su cálculo, con el valor añadido de que tanto el administrador como las entidades que aportan los datos para ello están sujetos a supervisión. De este modo, el índice permite medir el mismo interés subyacente de una manera mucho más precisa y cumpliendo con la normativa europea. De hecho, el índice recibió el pasado 2 de julio de 2019 la correspondiente autorización de la FSMA belga, lo que permite a las entidades supervisadas de la Unión Europea seguir utilizando el Euribor en el futuro.

Al igual que ocurre con los demás índices de referencia autorizados conforme al BMR, todos los nuevos contratos suscritos a partir del 1 de enero de 2018 deben incorporar, cuando resulte factible y adecuado, determinadas cláusulas de reserva (*fallback provisions*) para contemplar el cese o la posible desaparición del índice, tal y como exige la nueva regulación europea (artículo 28.2 del BMR).

Por ello, el Grupo de Trabajo sobre euroRFR también está trabajando en tasas de respaldo (*fallback rates*) para el Euribor, basadas en tipos a plazos determinados a partir del €STR. Puesto que la mayoría de los índices libres de riesgo son tipos a 1 día (*overnight*), han de convertirse a tipos a plazos para que puedan utilizarse como alternativa en determinados contratos que requieren una componente de plazo.

Todavía no se ha llegado a un consenso en la elección del método más adecuado dentro de los enfoques posibles: el enfoque *backward-looking* (a priori más apropiado para contratos de derivados) y el enfoque *forward-looking* (que se considera más apto para contratos e instrumentos de contado).

En otras jurisdicciones se han formado grupos similares, que también han recomendado tasas libres de riesgo. Al igual que en la zona del euro, en áreas como Japón, Suiza o Australia, se ha considerado viable la coexistencia de los índices Ibor reformados y mejorados con nuevas tasas libres de riesgo.

Sin embargo, en las zonas de influencia de la libra esterlina y del dólar, en las que el índice más utilizado es el Libor (en sus diferentes plazos y divisas), las autoridades están impulsando que este índice sea sustituido por índices alternativos libres de riesgo —Sterling Overnight Index Average (SONIA) en el Reino Unido y Secured Overnight Financing Rate (SOFR) en los EE. UU.— antes del final de 2021 (fecha en la que previsiblemente las autoridades británicas dejarán de instar a los bancos pertenecientes al panel del LIBOR a que contribuyan a su elaboración).

De este modo, los bancos centrales, siguiendo las recomendaciones del Comité de Estabilidad Financiera (FSB), han proporcionado a los mercados índices que cumplen con los más altos estándares en términos de transparencia y gobernanza, pero su adopción de forma generalizada plantea algunos retos e implicaciones que deben gestionarse de forma adecuada. Las entidades han de prestar la atención debida a los diferentes enfoques y a las características

particulares de la transición en cada uno de los mercados, al tiempo que tanto las autoridades como los participantes de los mercados han de afrontar conjuntamente los desarrollos pendientes y facilitar la transición.

En el proceso de transición las entidades de contrapartida central habrán de desempeñar un papel importante, adaptando sus curvas de descuento de forma coordinada y permitiendo la compensación de operaciones referenciadas a los nuevos índices.

Por su parte, la Asociación Internacional de Swaps y Derivados (ISDA) y otras asociaciones y patrocinadores de contratos marco, a nivel europeo y nacional, también están trabajando en la adaptación de los contratos marco de operaciones financieras. En el ámbito contable, la Junta de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB) está preparando un proyecto para tratar los efectos de la reforma de los tipos de interés en la información financiera y en la contabilidad de coberturas.

Las autoridades europeas están preparando una modificación de la normativa sobre derivados extrabursátiles, entidades de contrapartida central y registros de operaciones (el Reglamento EMIR), para evitar que los contratos actualmente exentos de requisitos de compensación centralizada o de colateralización bilateral pasen a estar sujetos a estas normas por el mero hecho de sustituir los índices de referencia o de incluir cláusulas de respaldo.

Esta reforma es uno de los retos más relevantes que deben afrontar los mercados financieros y continuará exigiendo la atención y acción colaborativa de los sectores público y privado en los próximos años.

- 1 Puede encontrarse más información sobre el origen y contexto de la reforma en el recuadro 16 del *Informe anual de la CNMV* correspondiente a 2018.
- 2 Este grupo, impulsado por el BCE, la Comisión Europea, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) y la Financial Services and Markets Authority (FSMA) belga, con participación de miembros de la industria, está encargado de identificar índices libres de riesgo que puedan utilizarse como alternativa a los actuales índices, de definir caminos para una transición ordenada y de reforzar la solidez de los contratos actuales y futuros.
- 3 La página web del BCE (https://www.ecb.europa.eu/paym/initiatives/interest_rate_benchmarks/WG_euro_risk-free_rates/html/index.en.html) recoge toda la información sobre las recomendaciones de este Grupo de Trabajo.

6.9 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 (ESI) 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 el año 2019 se ha comenzado con la actualización de los planes de resolución previamente aprobados. El cuadro 6.9.1 muestra el número de planes realizados hasta la fecha.

Planes de resolución de ESI

CUADRO 6.9.1

	N.º planes elaborados	Planes con posible obstáculo	Planes con requerimiento de MREL	Planes actualizados
Individual	7	3	5	5
Grupo	22	13	21	6
Total	29	16	26	11

Fuente: CNMV.

Una vez completado el primer ciclo de la planificación, la CNMV ha introducido algunas mejoras en la planificación y en el análisis de resolubilidad de las ESI. Para ello, se han diseñado nuevas herramientas de análisis, a la vez que se ha impulsado una mayor relación e involucración de las entidades para la actualización de los planes de resolución.

Con el fin de facilitar la priorización de las entidades para la elaboración o actualización de los planes de resolución, se ha desarrollado una matriz de priorización basada en un análisis comparativo y transversal.

De acuerdo con el Reglamento Delegado sobre obligaciones simplificadas, aprobado y publicado en 2019, la CNMV realiza un análisis individualizado de las ESI en el

momento de elaborar el plan de resolución, siguiendo los criterios cuantitativos y cualitativos dispuestos por dicho reglamento delegado, con el fin de determinar la aplicación o no de obligaciones simplificadas. En atención a las características particulares de las ESI, los planes elaborados han sido planes de resolución simplificados, que se deben actualizar al menos bienalmente.

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 posible.

Con la entrada en vigor del Real Decreto 1464/2018, que desarrolla el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, dicha recomendación queda supeditada al cumplimiento del artículo 42.4 del Real Decreto 1464/2018, según el cual las entidades que prestan servicios de inversión deberán llegar a acuerdos con terceras entidades para que, en caso de que atraviesen dificultades financieras, puedan acordar el traspaso de los instrumentos financieros custodiados. En el caso de las ESI, estos acuerdos deberán aplicarse también respecto del efectivo.

De acuerdo con ello, en la actualización de los planes de resolución se realiza un seguimiento de la recomendación emitida, así como del cumplimiento del precepto legal, valorando el estado de situación de la firma de acuerdos con otras entidades para el traspaso de valores y efectivo.

Uno de los elementos a tener en cuenta a la hora de determinar la estrategia de resolución es el tipo de clientes de las entidades (minoristas o profesionales) y la medida en que los fondos e instrumentos financieros mantenidos por la empresa de inversión en nombre de sus clientes están protegidos por un sistema de indemnización de los inversores. Resulta, por tanto, relevante analizar el impacto que la inviabilidad de una ESI podría llegar a tener en la capacidad financiera del FOGAIN y en el resto de las ESI, en caso de que fuera necesario realizar aportaciones adicionales a aquel. Para ello se ha definido un modelo que permite calcular en el peor escenario cuál sería el impacto en la capacidad financiera del fondo y en el resto de las ESI si fuera necesario realizar aportaciones adicionales al FOGAIN.

Adicionalmente, la evaluación de la resolubilidad incluye un análisis de sustituibilidad. Para ello se dispone de un modelo que permite identificar potenciales compradores de una ESI ante una hipotética situación de inviabilidad, lo que daría continuidad a las funciones realizadas.

En los planes de resolución de las ESI, 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.

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.

Durante el pasado ejercicio las ESI 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.

De acuerdo con el convenio suscrito entre la CNMV y el FROB se han celebrado a lo largo de 2019 dos reuniones del Comité de Colaboración con el fin de fortalecer la cooperación institucional existente entre ambos organismos.

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 reestructuración de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión. De entre los trabajos llevados a cabo en 2019, destacan los siguientes: i) el análisis de la relación entre el marco normativo de resolución y de mercado de capitales, ii) la monitorización del impacto de las decisiones sobre MREL, iii) el desarrollo de los mandatos incluidos en el llamado *paquete bancario* y iv) la coordinación de las medidas preparatorias de cara al *brex*it.

La CNMV también participa en distintos subgrupos de trabajo creados en el seno de la EBA, como son el Subgrupo de Trabajo sobre Planificación y Preparación de la Resolución (SGRPP) y el Subgrupo de Trabajo sobre Ejecución de la Resolución (SGRE).

Avances en el marco de resolución de las infraestructuras de los mercados

RECUADRO 18

Las cámaras de contrapartida central (*central counterparties* o *clearing houses* en inglés y ECC por sus siglas en español) intervienen entre los participantes en los mercados financieros, actuando como compradoras frente a todo vendedor y como vendedoras frente a todo comprador para un determinado conjunto de contratos.

Las ECC de la Unión Europea están sujetas a unos requisitos muy estrictos. Sin embargo, no existe un marco normativo armonizado en la Unión Europea para el caso de que las ECC se enfrenten a graves dificultades, más allá de lo contemplado por el Reglamento EMIR¹, o lleguen a una situación de inviabilidad, es decir, no existen disposiciones armonizadas para la recuperación y resolución de las ECC en toda la Unión.

Los legisladores europeos han considerado que la falta de condiciones, competencias y procesos comunes para la recuperación y resolución de las ECC constituye un obstáculo para el buen funcionamiento del mercado interior y dificulta la cooperación entre las autoridades nacionales a la hora de gestionar la inviabilidad de una ECC y aplicar mecanismos adecuados de asignación de pérdidas a sus miembros, tanto en la Unión como a escala mundial, y desde noviembre de 2016², con la publicación de la propuesta de la Comisión Europea, se está trabajando en el desarrollo de un nuevo reglamento sobre el marco para la recuperación y resolución de ECC.

El objetivo de la propuesta de reglamento es lograr la recuperación ordenada de las ECC en distintos escenarios de dificultades financieras mediante la aplicación de planes de recuperación sólidos e integrados, acordados entre las ECC y sus miembros compensadores y asegurar que, si esto fuera insuficiente y se cumplieran las condiciones de resolución, las autoridades actúen con rapidez para preservar la estabilidad financiera, garantizar la continuidad de las funciones esenciales de la ECC y proteger a los contribuyentes en la medida de lo posible.

Como consecuencia de la entrada en vigor del reglamento, los Estados miembros tendrán que designar autoridades de resolución de las ECC, a las que se dotará de un conjunto armonizado de competencias para emprender todas las acciones preparatorias y de resolución pertinentes. Además, se crearán los colegios de autoridades de resolución, que constituirán un marco para que las autoridades de resolución y otras autoridades pertinentes desempeñen los cometidos siguientes: i) el intercambio de información relevante para el desarrollo de planes de resolución, para la aplicación de medidas de preparación y prevención y para la resolución; ii) el diseño de planes de resolución; iii) la evaluación de la resolubilidad de ECC; iv) la identificación, consideración y eliminación de los obstáculos a la resolubilidad de ECC, y v) la coordinación de la comunicación pública de los planes y estrategias de resolución.

Por otro lado, en el ámbito internacional, en octubre de 2011 el Financial Stability Board (FSB) adoptó los atributos clave de los regímenes de resolución efectiva de las instituciones financieras (los atributos clave o KA). En este

documento se establecen los elementos que el FSB considera necesarios para un régimen de resolución efectivo. Dicho informe fue aprobado por los líderes del G20 en noviembre de 2011 en la Cumbre de Cannes como una nueva norma internacional para los regímenes de resolución.

Posteriormente, en noviembre de 2018, en el informe del FSB sobre implementación de las reformas de resolución, se estableció que las autoridades encargadas de la resolución de las ECC sistémicamente importantes en más de una jurisdicción³ deberían: i) realizar una planificación de resolución según lo establecido en la Guía del FSB, ii) establecer un Crisis Management Group (CMG) para las ECC que se consideren sistémicas en más de una jurisdicción, iii) adoptar acuerdos de cooperación (CoAgs) y iv) poner en marcha un proceso de análisis de la resolubilidad junto con la planificación de resolución.

En este contexto, el Comité Ejecutivo de la CNMV aprobó el pasado 2 de abril de 2019 la creación del CMG de BME Clearing como canal para transmitir y consultar iniciativas con el fin de mejorar la preparación de la resolución de entidades y, en su caso, facilitar su gestión, con lo que se adelantan algunas de las tareas que se establecerán con el nuevo reglamento.

En su plan de trabajo para 2020, el FSB ha establecido que en septiembre los CMG deberán informar al FMI Cross-Border Crisis Management Group (FMICBCM⁴) sobre los resultados del análisis de los recursos financieros y del tratamiento del *equity* en resolución⁵. Además, en esa misma fecha, los CMG deberán haber finalizado un primer análisis de la resolubilidad y la planificación de resolución centrado en aquellos escenarios cuyas pérdidas se producen por motivos diferentes al incumplimiento de un miembro (también conocidos como escenarios de *non-default losses*) como, por ejemplo, el de un robo cibernético o de una incidencia con el banco que custodia los colaterales.

1 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.

2 En febrero de 2020, el reglamento se encuentra en la fase de negociación entre la Comisión, el Consejo y el Parlamento Europeo.

3 En 2017 CPMI-IOSCO identificó a la ECC española BME Clearing como ECC sistémicamente importante en más de una jurisdicción, utilizando como referencia la Guía del FSB sobre resolución de ECC y planificación de resolución.

4 Grupo del FSB creado en 2015, cuyo objetivo es el desarrollo de estrategias y planes de resolución de las ECC, así como una implementación transfronteriza de las acciones de resolución.

5 Para el desarrollo de este análisis, los CMG deberán seguir las pautas establecidas en el borrador de directrices del FSB *Financial resources to support CCP resolution and the treatment of CCP equity in resolution*. Se espera que la versión final de dichas directrices se publique en el último trimestre de 2020.

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 perjudiquen 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 2019 los inversores presentaron 1.077 escritos susceptibles de dar lugar a la apertura de un expediente de reclamación, lo que supone un aumento en comparación con los presentados en 2018 y en 2017.

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 la realiza con sometimiento a sus 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 cumplieron los requisitos para ser admitidos a trámite descendieron un 0,9 % en 2019, produciéndose también una leve reducción del 1,6 % en el número de escritos objeto de tramitación durante el mismo año. En cuanto a la finalización de la tramitación, aumentaron un 20,6 % las reclamaciones sin informe final motivado, por haberse producido un allanamiento, un avenimiento, un desistimiento o una inadmisión sobrevenida y, en consecuencia, se redujeron un 5,6 % las reclamaciones en que el Servicio de Reclamaciones emitió un informe motivado. En relación con estas últimas, los reclamantes obtuvieron un informe favorable a sus pretensiones en el 51,2 % de los casos y desfavorable en el 48,8 % restante.

El número de escritos en trámite al cierre del ejercicio 2019 aumentó un 23,5 %.

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

	2017		2018		2019		% var. 19/18
	N.º	%	N.º	%	N.º	%	
Registradas en el Servicio de Reclamaciones de la CNMV	998	-	1.018	-	1.077	-	5,8
No admitidas a trámite	407	-	348	-	345	-	-0,9
Tramitadas sin informe final motivado	108	16,3	107	54,6	129	53,3	20,6
Allanamiento o avenimiento	73	11,0	97	49,5	112	46,3	15,5
Desistimiento	21	3,2	7	3,6	12	5,0	71,4
Inadmisión sobrevenida	14	2,1	3	1,5	5	2,1	66,7
Tramitadas con informe final motivado	555	83,7	590	301,0	557	230,2	-5,6
Informe favorable al reclamante	301	45,4	353	180,1	285	117,8	-19,3
Informe desfavorable al reclamante	254	38,3	237	120,9	272	112,4	14,8
Total tramitadas	663	100,0	697	355,6	686	283,5	-1,6
En trámite al cierre del ejercicio	223	-	196	-	242	-	23,5

Fuente: CNMV.

Las causas de reclamación planteadas en las 686 reclamaciones concluidas en 2019 fueron 1046¹ y se muestran en el cuadro 7.1.2.

Motivos de las reclamaciones finalizadas en 2019

CUADRO 7.1.2

Servicio de inversión/motivo	Causa	Valores	IIC	Total
Comercialización/ejecución Asesoramiento Gestión de carteras	Conveniencia/idoneidad	33	117	150
	Información previa	50	122	172
	Órdenes de compraventa	68	52	120
	Comisiones	107	81	188
	Traspasos	19	41	60
	Información posterior	132	88	220
	Titularidad	6	7	13
	Conveniencia/idoneidad	2	1	3
	Información previa	2	1	3
	Órdenes de compraventa	7	3	10
Adquisición <i>mortis causa</i>	Comisiones	6	2	8
	Traspasos	3	1	4
	Información posterior	19	15	34
	Titularidad	23	18	41
	Funcionamiento del SAC		13	7
Total		490	556	1.046

Fuente: CNMV.

En cuanto al tipo de producto reclamado, más de la mitad de los motivos de las reclamaciones resueltas se referían a instituciones de inversión colectiva, mientras

que los restantes 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 (24,3 %), las comisiones cobradas por las entidades (18,7 %) y la información facilitada sobre el producto con carácter previo a la contratación (16,7 %).

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), 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 2019 se atendieron 7.560 consultas. La mayoría se realizaron por vía telefónica (85,6 %) y fueron atendidas por los operadores de un centro de llamadas. Dichas consultas se limitaron a facilitar información existente en la página web (www.cnmv.es). Por volumen, el segundo medio más utilizado fue el formulario de la sede electrónica (10,6 %), seguido de la presentación a través del registro general (3,8 %).

Como refleja el cuadro 7.2.1, durante el año 2019 el número total de consultas atendidas disminuyó un 29,8 % en relación con el ejercicio 2018. Esta reducción se produjo fundamentalmente por el menor número de consultas telefónicas (3.088 menos que en 2018), junto con un descenso de las consultas presentadas a través del registro general (147 menos que en 2018).

El número de consultas atendidas en 2019 vuelve a la senda de las atendidas en los ejercicios 2014, 2015 y 2016, tras la subida experimentada en 2017 y 2018, motivada fundamentalmente por las consultas recibidas tras la resolución de Banco Popular Español, S. A. y sus implicaciones. A su vez, se ha constatado que numerosos escritos que son propiamente una consulta se han presentado en la CNMV a través del canal para la denuncia de posibles infracciones.

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 2019 se situó en 22 días naturales.

Consultas según canal de recepción

CUADRO 7.2.1

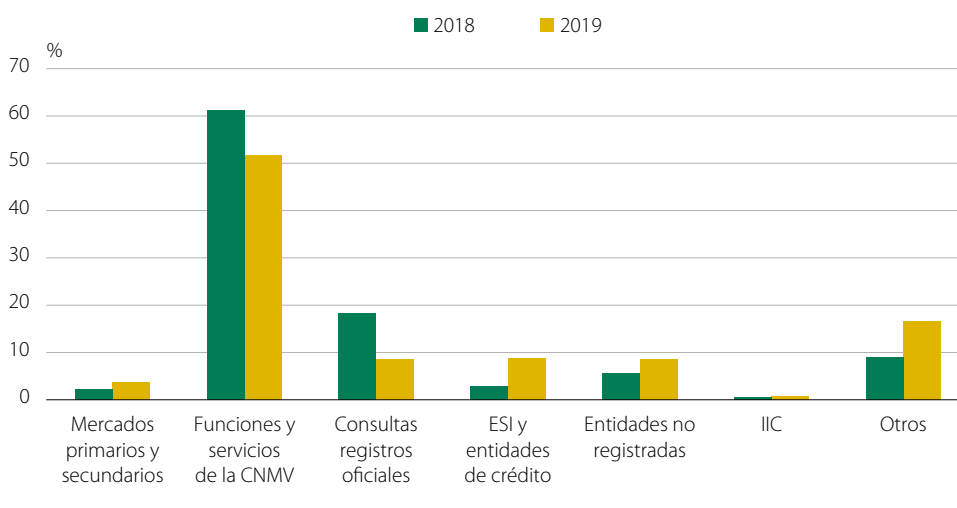
	2017		2018		2019		% var. 19/18
	N.º	% s/ total	N.º	% s/ total	N.º	% s/ total	
Teléfono	9.907	88,5	9.559	88,7	6.471	85,6	-32,3
Escritos	399	3,6	436	4,0	289	3,8	-33,7
Formulario	893	8,0	777	7,2	800	10,6	3,0
Total	11.199	100,0	10.772	100,0	7.560	100,0	-29,8

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 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 oferta pública voluntaria de adquisición —opa— sobre las acciones de la sociedad Distribuidora Internacional de Alimentación, S. A. (DIA), así como la posible exclusión de cotización de la compañía.

A su vez, también se atendieron consultas relativas a otras opas autorizadas en 2019. En concreto, sobre las sociedades Bodegas Bilbaínas, S. A., General de Alquiler de Maquinaria, S. A. y Natra, S. A.

También se presentaron consultas/quejas sobre la formulación de una opa de exclusión de la sociedad AB-Biotics, S. A., cuyas acciones se negociaban en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB).

- Consultas relativas a un posible tipo de fraude realizado por empresas denominadas *recovery rooms*, que contactan con personas que han sido víctimas de chiringuitos financieros (entidades no autorizadas) para gestionarles la recuperación de las pérdidas o para recomprar acciones o valores adquiridos a través de empresas no habilitadas.

La CNMV publicó una nota de prensa el 22 de mayo de 2019 donde se ponía sobre aviso acerca de este tipo de actividad fraudulenta.

- Consultas relativas a un posible tipo de fraude conocido como cuentas de *trading* financiadas.

Dichos servicios ofrecen la posibilidad de acceder a una cuenta de valores para realizar operaciones de diversa naturaleza (bursátiles, CFD, *forex*...) con la particularidad de que su usuario no arriesgaría capital propio, sino que operaría en apariencia con el que le aportaría la propia página y a cambio obtendría supuestamente un porcentaje de las ganancias.

Para poder hacer uso de esas cuentas de *trading* financiadas, el usuario debe realizar un curso que exige el abono de una cantidad previa, en ocasiones de varios miles de euros.

La CNMV advirtió mediante una nota de prensa, el 29 de julio de 2019, a los potenciales usuarios de dichas cuentas de los riesgos en que incurren por la contratación de los cursos, entre ellos el de fraude o engaño en cuanto a la posibilidad de acceso a las cuentas de *trading* financiadas.

- Dudas/quejas relacionadas con la resolución de Banco Popular Español, S. A. En concreto, se centraron en la información financiera pública de la entidad en el momento en el que los interesados adquirieron dichos valores.
- Consultas sobre la exigencia de introducir en el sistema lotes mínimos de determinados valores cotizados para su venta.
- Consultas relativas a las comisiones de administración y custodia de valores suspendidos o excluidos de cotización.

Mención especial tienen las realizadas sobre Indo Internacional, S. A., ya que con motivo de su extinción en octubre de 2019 no cabía, a partir de dicha fecha, cargar ninguna comisión.

- Escritos en los que se solicitaba reanudar la tramitación para admitir a cotización las acciones procedentes de la ampliación elevada a pública, en escritura otorgada el 6 de agosto de 2015, de la sociedad Urbas Grupo Financiero, S. A.

- Consultas relativas a la situación actual y las comisiones cargadas por la tenencia de las cuotas participativas de la extinta Caja de Ahorros del Mediterráneo.
- Consultas relativas a entidades no habilitadas, conocidas como chiringuitos financieros. En el epígrafe 7.3 del presente Informe se recoge con mayor detalle la actividad llevada a cabo por la CNMV en 2019.

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 que realizan 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 supervisores².

A continuación se resume la información relativa a las advertencias difundidas a lo largo de 2019 (la información detallada aparece en el apartado «Advertencias» de la Sección del inversor en la web de la CNMV):

- Un total de 323 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 Valores³. Esta cifra supone un incremento del 413 % con respecto a las realizadas en 2018 (63), lo que supera el número de advertencias emitidas, a nivel individual, por cualquier otro organismo supervisor de países de nuestro entorno.
- Un total de 808 comunicaciones (557 en 2018) procedentes de organismos supervisores de Estados miembros de la Unión Europea, de las que 698 (un 35 % más que en 2018) se referían a entidades no autorizadas y otras 110 (un 168 % más que en 2018), incluidas en el apartado «Otras advertencias», a alertas relativas a determinadas conductas o actuaciones irregulares⁴.

Como resultado de esta actividad, en el año 2019 se realizaron un total de 1.131 advertencias (un 82 % más que en 2018). Cabe destacar que dos organismos reguladores (14 % del total), entre los que se encuentra la CNMV, concentran el 56,5 % de las advertencias emitidas 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 cinco últimos años.

2 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, canal que permite presentar dichas comunicaciones anónimamente.

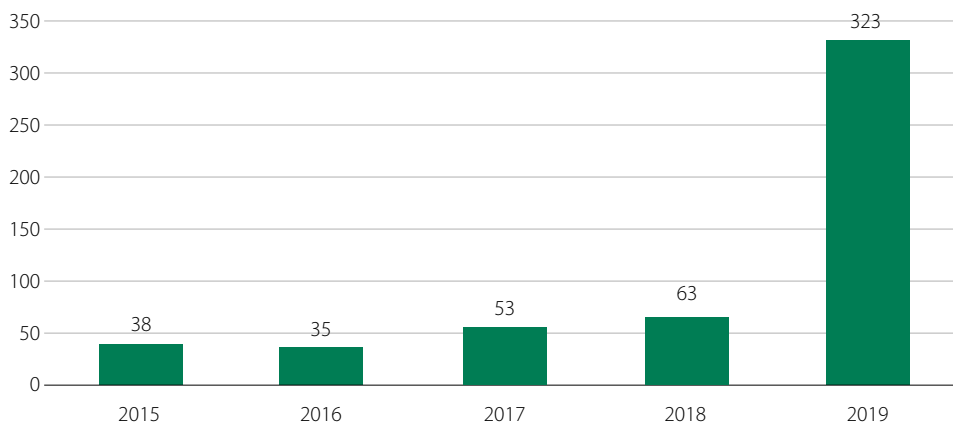
3 Artículos 17 y 144 de la Ley del Mercado de Valores.

4 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 realizadas 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

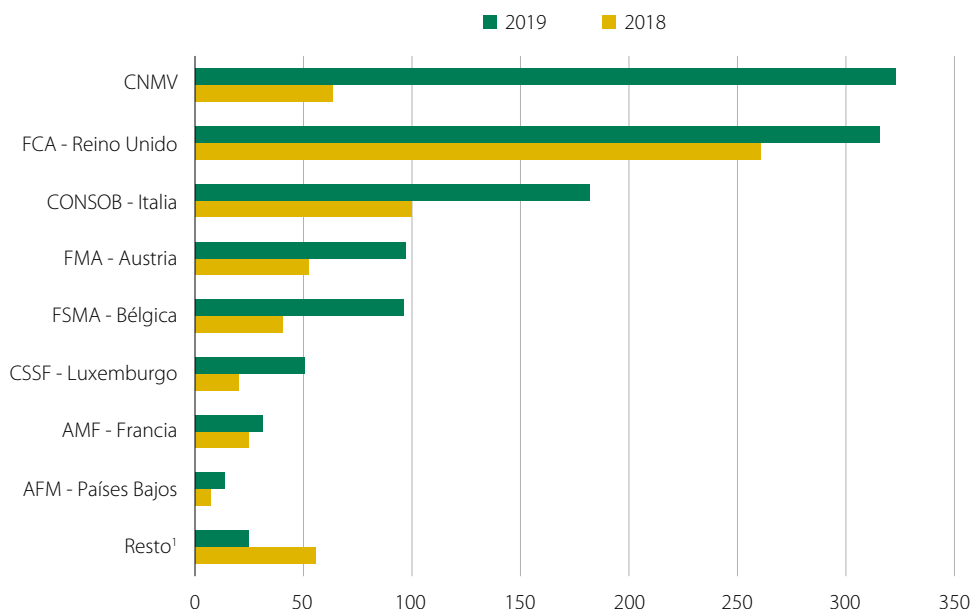


Fuente: CNMV.

En el gráfico 7.3.2 se refleja la evolución del número de advertencias procedentes de organismos supervisores de Estados miembros de la Unión Europea. Conviene señalar que la Financial Conduct Authority (FCA) del Reino Unido y la Financial Services and Markets Authority (FSMA) de Bélgica son reguladores con competencias también sobre el sector bancario y asegurador, por lo que las advertencias que emiten incluyen también dichos ámbitos.

N.º de advertencias procedentes de Estados miembros de la UE sobre entidades no registradas

GRÁFICO 7.3.2



Fuente: CNMV. (1) Seis organismos supervisores con menos de diez advertencias en 2019.

El aumento en el número de advertencias publicadas por la CNMV ha sido consecuencia, principalmente, de dos factores: la intensificación en general de las labores de supervisión, detección y advertencia por parte de los organismos supervisores europeos y la utilización por la CNMV de nuevas vías de investigación para detectar estas prácticas.

En los últimos diez años el creciente desarrollo de las tecnologías y los canales de comunicación digitales ha facilitado la aparición de nuevos métodos de fraude a través de Internet y las redes sociales. Estos canales ofrecen fácil acceso a eventuales víctimas y facilidades de difusión a bajo coste. En 2019 la CNMV reforzó su actuación en este ámbito digital, intensificando las búsquedas en *blogs*, foros, redes sociales, etc. Gracias a esas actuaciones, el número de entidades no autorizadas detectadas y sobre las que la CNMV informa a los inversores ha aumentado considerablemente.

7.4 Advertencias sobre otras entidades

Por otra parte, en el año 2019 se incorporaron 11 entidades al 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 podrían estar realizando alguna actividad de captación de fondos o prestando servicios de naturaleza financiera, sin contar con ningún tipo de autorización ni estar registradas a ningún efecto en la CNMV.

El listado deriva principalmente de ejercicios de búsqueda y análisis en Internet y redes sociales. La inclusión en el listado, que permite a los inversores descartar que se trate de entidades reguladas o autorizadas, no implica pronunciamiento sobre la conformidad o no con la normativa vigente de la posible actividad de las correspondientes entidades.

7.5 Comunicación de posibles infracciones (*whistleblowing*)

La CNMV tiene habilitado un canal específico 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 ponerlo en conocimiento de la CNMV. Este canal está especialmente dirigido a empleados, antiguos empleados u otras personas que presten o hayan prestado servicios en entidades que hayan podido realizar actividades irregulares o cometer infracciones en el ámbito del mercado de valores. En ningún caso, el canal tiene por objeto atender reclamaciones derivadas de casos particulares ni consultas, por tener estas cuestiones sus canales específicos.

El canal funciona: i) por teléfono (900 373 363); ii) por 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) utilizando el formulario⁵ 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 elementos fácticos de los que razonablemente se derive, al menos, una sospecha fundada de infracción⁶. Para ello deben recoger, entre otros, una descripción lo más detallada posible del eventual incumplimiento,

5 Sistema habilitado en la página web de la CNMV para presentar de forma anónima una comunicación. A su vez, permite mantener, si lo desea el comunicante, una línea de contacto confidencial y anónima con la CNMV.

6 Según lo previsto en el artículo 276 ter de la Ley del Mercado de Valores (texto refundido aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre).

la identidad de las personas o entidades involucradas en la potencial 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 otra que ya se hubiera hecho pública.

Desde el 1 de enero hasta el 31 de diciembre de 2019 se recibieron 638 comunicaciones, de las cuales 174 (27 %) fueron efectuadas de manera inadecuada a través de este canal, al tratarse de consultas o reclamaciones o al ser las cuestiones planteadas ajenas al ámbito de actuación de la CNMV.

De las 464 comunicaciones restantes, 243 (52 %) fueron relativas a entidades no habilitadas (ENH), conocidas como *chiringuitos financieros*, y 221 trataban de cuestiones propias del ámbito de competencias de la Dirección General de Mercados (DGM) o de la Dirección General de Entidades (DGE) de la CNMV.

Las relativas a ENH dieron lugar a la publicación, dentro de la página web de la CNMV (www.cnmv.es), de 42 nuevas advertencias sobre aquellas entidades que podrían estar desarrollando una actividad reservada sin estar debidamente habilitadas para ello.

De las 221 comunicaciones analizadas cuyo contenido entraba en el ámbito de competencias de la DGM o la DGE, en relación con 159 (72 %) se concluyó que carecían de elementos fácticos de los que razonablemente se pudiera derivar una sospecha fundada de infracción. A 31 de diciembre de 2019 ninguna de las restantes había dado lugar todavía a la apertura de un expediente sancionador, pero de 25 se habían derivado actuaciones de supervisión (un 11 %) o habían enriquecido actuaciones de supervisión ya en curso.

7.6 Otros

En el año 2019 se han realizado además otras actividades de análisis vinculadas al departamento, como un análisis de páginas web —conocidas como *comparadores de brokers*— que ofrecen información sobre distintas empresas que prestan servicios de inversión (*brokers*), atendiendo a diferentes variables, entre otras, productos ofrecidos, comisiones exigidas, inversión mínima, apalancamiento, tipo de operaciones, ámbito geográfico o situación registral.

7.7 Formación del inversor

7.7.1 Plan de Educación Financiera

La CNMV siguió dedicando durante 2019 una atención preferente al impulso de la estrategia nacional de educación financiera, cuya necesidad tiene un reconocimiento social cada vez mayor.

De manera especial, la CNMV continuó trabajando, junto con el Banco de España, en el desarrollo de este Plan, que ha contado con la colaboración de la Secretaría General de Tesoro y Financiación Internacional y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (o con la colaboración del Ministerio de Economía y Empresa). Gran parte de las acciones llevadas a cabo durante 2019 en este ámbito han ido

encaminadas a ampliar el alcance y la eficiencia de las actividades desarrolladas y a cumplir con los objetivos estratégicos establecidos para el periodo 2018-2021.

Para el desarrollo y la ejecución del Plan es imprescindible la colaboración de todos los actores implicados en la educación financiera, tales como las Administraciones públicas, la industria financiera, las empresas, las instituciones de investigación, las asociaciones de consumidores o el sistema educativo. Su cooperación resulta esencial para afrontar los objetivos del Plan y aportar la capilaridad suficiente para llegar a todos los segmentos de la población y, así, incrementar sus niveles de cultura financiera.

En este sentido, en 2019 se avanzó en la formalización de nuevos acuerdos de colaboración, siendo ya más de 40 las instituciones que forman parte del Plan de Educación Financiera y se prestó especial atención a la participación de colaboradores que pueden trasladar al Plan la sensibilidad de colectivos especialmente vulnerables o en riesgo de exclusión social o de segmentos de la población, como el de los universitarios, que, de acuerdo con la Encuesta de Competencias Financieras realizada en 2016, necesitan especialmente mejorar su nivel de cultura financiera. Así, en 2019 se ha avanzado en la formalización de convenios de colaboración con la Cruz Roja y con la Universidad Complutense

Además, se ha intensificado la colaboración con la Fundación ONCE para la organización de diversas charlas de educación financiera en distintos lugares de España dirigidas a colectivos de personas con discapacidad.

Por otro lado, se han llevado a cabo los trabajos preparatorios y trámites necesarios para acometer una profunda reforma del portal www.finanzasparatodos.es, con la finalidad de modificar su estrategia de contenidos y arquitectura. El resultado de estos trabajos se verá reflejado en un nuevo portal adaptado a las últimas tendencias en diseño web, accesible y compatible con todos los dispositivos móviles y que dispondrá de una zona reservada para los colaboradores del Plan, que podrán utilizarla para dar a conocer sus herramientas y materiales de educación financiera y que servirá como zona de colaboración entre las distintas instituciones.

Asimismo, 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 2018/2019, en el que se inscribieron aproximadamente 500 centros educativos. Asimismo, durante este curso se ha celebrado la tercera edición del Concurso de Conocimientos Financieros.

Un año más se celebró en 2019 el Día de la Educación Financiera, en el que se desarrollaron numerosas actividades (seminarios, publicaciones, talleres para jóvenes, obras de teatro, debates, juegos, etc.) en las que participaron activamente los colaboradores del Plan. El evento central de ese día se organizó en el Banco de España y contó con la presencia de la vicepresidenta de la CNMV en representación de la CNMV, el gobernador del Banco de España y la ministra de Economía. En este acto tuvo lugar la final del Concurso de Conocimientos Financieros, en la que resultó ganador el colegio Sagrado Corazón de Tafira (Las Palmas de Gran Canaria) y subcampeón el colegio Sagrado Corazón de Coria (Cáceres). Asimismo, en este evento se entregaron los Premios Finanzas para Todos a la Confederación Española de Cajas de Ahorro (CECA)/Fundación de las Cajas de Ahorro (Funcas) y al colegio Altzano de Alicante.

En el ámbito internacional, se participó en todos los encuentros y reuniones técnicas de la Red de Educación Financiera de la OCDE, principal foro de educación financiera a nivel mundial y se colaboró activamente en los trabajos desarrollados en ella. Además, la CNMV intervino como ponente en la reunión del Instituto Nacional de Formación Empresarial (INFE) y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) celebrada en octubre en Río de Janeiro sobre educación financiera y digitalización. Asimismo, en 2019 la CNMV participó como ponente en las Jornadas sobre protección del inversor en Iberoamérica, compartiendo la experiencia nacional en materia de educación financiera y las competencias básicas que debe desarrollar cualquier inversor bien formado.

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 2019, la CNMV continuó participando en los trabajos desarrollados sobre la tramitación interna de las quejas y reclamaciones por parte de los proveedores de servicios financieros y sobre los fondos de inversión cotizados. Asimismo, colaboró en la finalización de la definición del marco de competencias básicas para el inversor y en otros asuntos de interés como finanzas sostenibles, *fintech* y criptoactivos.

Adicionalmente, con ocasión de la celebración en el mes de abril de la reunión del C8 en Madrid, la CNMV organizó una jornada formativa con la Asociación Española de *Fintech e Insurtech* (AEFI) —*C8 goes to fintech*—, en la que participaron reguladores del mercado de valores de todo el mundo. En dicha jornada se trataron asuntos como la situación del sector *fintech* a nivel internacional y se contó con la participación de dos empresas de este tipo.

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.

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 *on line* las publicaciones destinadas a los inversores. Adicionalmente, desde esta sección, los usuarios de servicios de inversión pueden formular consultas, reclamaciones y quejas.

Durante 2019 se continuó trabajando en la actualización del contenido de las citadas publicaciones destinadas a inversores y en la modificación de su línea gráfica. Las nuevas publicaciones se incluirán en la página web de la CNMV.

Asimismo, se publicó la guía *Psicología económica para inversores* (véase recuadro 19), así como las fichas *Las Finanzas Sostenibles* y *¿Qué es fintech?*

Como recurso novedoso dentro de la Sección del inversor y como complemento también de la guía *Psicología económica para inversores*, se desarrolló un curso *on line* sobre sesgos cognitivos y decisiones de inversión.

En la Sección del inversor también se publicaron a lo largo de 2019 informaciones de interés para el inversor, tales como la relativa a la actividad de las *recovery rooms*, consejos para evitar los *chiringuitos financieros* o determinadas recomendaciones emitidas en el ámbito de la celebración de la Semana Mundial del Inversor.

Guía *Psicología económica para inversores*

RECUADRO 19

La guía *Psicología económica para inversores*, publicada por la CNMV en el mes de octubre de 2019, tiene como objetivo recoger una serie de propuestas dirigidas a inversores, que faciliten la aplicación práctica de las principales premisas de la economía conductual a la adopción de decisiones de inversión. Dicha Guía continúa la línea iniciada en 2017 con la publicación de la ficha *Mecanismos psicológicos que intervienen en la toma de decisiones de inversión*.

La guía está dirigida a actuales y futuros inversores y recoge una introducción con las principales aportaciones de la economía conductual a la teoría económica neoclásica, se detiene en la descripción del proceso de toma de decisiones de inversión, establece la relación de sesgos cognitivos más frecuentes en este tipo de decisiones y, finalmente, incluye diversas técnicas de mitigación de dichos sesgos.

La economía conductual, o psicología económica, es una vertiente de la economía que pretende complementar la teoría económica neoclásica aportando conocimiento procedente de otras disciplinas como la sociología, la psicología, la antropología o las neurociencias y cuya finalidad es facilitar la comprensión del proceso de toma de decisiones financieras.

El paradigma económico neoclásico se basa en tres rasgos teóricos que raramente se observan en el mundo real, en particular: i) la racionalidad ilimitada de los inversores, ii) su plena capacidad para procesar toda la información relevante de una manera eficiente y sin sesgos y iii) la eficiencia de los mercados (es decir, que estos recogen toda la información disponible y existe un equilibrio entre rentabilidad y riesgo). La economía conductual se aparta de este paradigma. Las personas no siempre adoptan sus decisiones de manera racional teniendo en cuenta los costes y beneficios, sino que, frecuentemente, toman en consideración normas sociales y expectativas y siguen patrones de cooperación. Sus preferencias dependen del contexto en el que se encuentren y de sus propios modelos mentales. La mente humana no funciona como un ordenador, sino que se ve afectada por factores psicológicos y sociales a la hora de tomar decisiones.

En el proceso decisorio intervienen principalmente dos factores. Por un lado, la capacidad analítica, es decir, la facultad de evaluar y comprender el contexto en el que se toma una decisión y sus posibles repercusiones; por otro lado, los estados psicológicos en los que se encuentra la persona que adopta la decisión (las emociones).

A diferencia de la teoría económica neoclásica, que considera que el proceso de toma de decisiones está basado en el análisis y cálculo cuidadosos de todas las opciones disponibles, la economía conductual considera que las emociones y la intuición tienen un papel fundamental en este proceso.

A este respecto, las personas no siempre realizan elecciones de una manera racional y crítica. De hecho, alrededor de un 70 % de las decisiones diarias se toma siguiendo procesos intuitivos y automáticos, en vez de procesos analíticos y controlados. Este modo de pensar rápido e intuitivo está sometido a la influencia de los sesgos, que llevan a las personas a adoptar decisiones que pueden ser eventualmente desacertadas. Los sesgos son estrategias de pensamiento, atajos mentales que facilitan y aceleran la toma de decisiones, y que tienen su origen en el carácter heurístico de la mente humana, el contexto cultural de cada individuo, la naturaleza social del ser humano y las emociones.

Existen numerosos sesgos descritos por los diversos teóricos en la materia y muchos de ellos afectan al proceso de inversión. Tal es el caso del sesgo de confirmación, el de autoridad, la prueba social o el sesgo del descuento hiperbólico, entre otros descritos en la guía *Psicología económica para inversores*. En cada una de las fases del proceso de inversión (selección del producto, contratación y seguimiento de este), se dan distintos sesgos y es importante que el inversor los conozca para poder mitigarlos.

Estos sesgos cognitivos afectan a todas las personas y es imposible eliminarlos completamente. Sin embargo, sí es viable aminorar sus efectos y su frecuencia. Para ello, existen diversas técnicas relacionadas con la adquisición de formación y técnicas cognitivas destinadas a interpretar de manera distinta los elementos que intervienen en la toma de una decisión (por ejemplo, el análisis *premortem* o las listas de comprobación).

Semana Mundial del Inversor (SMI)

RECUADRO 20

La Semana Mundial del Inversor (SMI) es una iniciativa aprobada en mayo de 2016 por el Consejo de IOSCO, con los siguientes objetivos:

- i) La difusión de mensajes clave y la realización de actividades que mejoren la educación y protección al inversor.
- ii) El fomento de oportunidades de aprendizaje para los inversores.
- iii) El refuerzo de la colaboración entre los miembros de IOSCO en relación con la protección y educación del inversor.

Todos los miembros de IOSCO, así como otras instituciones, asociaciones internacionales, fundaciones, etc. pueden adherirse a esta iniciativa de manera voluntaria y flexible. Las actividades de la SMI no se concentran formalmente

en un segmento de inversores específico. Cada jurisdicción participante decide a quién dirigirlas y el tipo de actividades que desarrollar. Solo se permiten actividades no comerciales y las iniciativas deben ser gratuitas.

En 2019 se celebró la tercera edición de la SMI, en la que participaron un total de 89 jurisdicciones de IOSCO, entre ellas la CNMV. Según los datos reportados por los participantes, las actividades alcanzaron a un total de 108 millones de personas e intervinieron más de 15.000 instituciones u organizaciones, frente a las 2.378 de 2018.

Las principales organizaciones multilaterales también han apoyado la SMI. Es el caso del G20, el World Bank Group, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), el Banco Interamericano de Desarrollo (IDB) o la International Network of Financial Services Ombudsman Schemes (red INFO), entre otras. También han participado nueve organizaciones regionales y globales, como el Instituto CFA, el Centro Global para la Excelencia en la Educación Financiera (GFLEC), el Foro Internacional de Educación al Inversor (IFIE) o la Federación Mundial de Bolsas (WFE).

El compromiso asumido por terceros en las actividades realizadas en 2019 ha puesto de manifiesto la creciente importancia que se está dando a esta campaña a nivel internacional.

En España, como acto inaugural de la semana, el día 1 de octubre el Palacio de la Bolsa de Madrid acogió la iniciativa «Un toque de campana por la educación financiera» (*Ring the bell for financial literacy*). El acto, promovido por Bolsas y Mercados Españoles (BME), la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) y la Federación Mundial de Bolsas (WFE) corrió a cargo de Tajinder Singh, vicesecretario general de IOSCO, y de Nandini Sukumar, secretaria general de la WFE, a quienes acompañaron Ángel Benito, consejero de la CNMV, y Javier Hernani, consejero delegado de BME. La iniciativa busca remarcar la importancia de que la población eleve sus conocimientos sobre economía y finanzas. Más de 30 bolsas en todo el mundo hicieron sonar sus campanas en apoyo a la educación financiera.

Durante la SMI, los miembros de IOSCO difundieron mensajes clave a través de campañas de comunicación y desarrollaron programas educativos con el objetivo de mejorar el conocimiento y la comprensión de los conceptos financieros más importantes. Cabe destacar actividades como *webinars*, seminarios, talleres, lanzamientos de *websites*, publicación de fichas, juegos o difusión de contenidos a través de redes sociales.

La CNMV desarrolló su actividad principalmente a través de las redes sociales, difundiendo y publicando los siguientes contenidos:

- Mensajes y advertencias sobre temas diversos: dar a conocer que todas las inversiones incorporan riesgo, la importancia de comprobar que los intermediarios están registrados, de informarse antes de invertir, la importancia de la diversificación, etc.
- Información sobre los teléfonos de consulta a disposición del inversor.

- Infografías sobre temas como *fintech*, el perfil inversor y los chiringuitos financieros.
- Vídeo *Qué es la CNMV y cómo te puede ayudar*.

Con el fin de evaluar los resultados y aumentar la eficacia y el impacto de cada campaña, se han realizado las correspondientes evaluaciones de la SMI, que se comunican al Consejo de IOSCO. El número de actividades, *webinars*, conferencias, seminarios, talleres, etc. informados alcanzó los 33.579, un 2.770 % más que el año anterior, en el que se reportaron 1.170 actividades. Las actividades *on line* continuaron creciendo. El número de *posts* educativos en las redes sociales aumentó alrededor del 830 % y los seguidores de estos contenidos alcanzaron la cifra de 5 millones.

Una vez más, los esfuerzos lograron superar con éxito los objetivos establecidos por IOSCO. Esta iniciativa ya se ha consolidado y se continuará desarrollando en los próximos años.

Conferencias y seminarios formativos

Como en años anteriores, la CNMV participó en 2019 en numerosas conferencias y seminarios formativos. Se han impartido charlas formativas sobre materias relacionadas con la protección del inversor y la educación financiera en universidades (Universidad Nacional de Educación a Distancia [UNED] y Universidad Complutense), en foros especializados como el Consejo General de Economistas y la Asociación Española de Empresas de Asesoramiento Financiero (ASEAFI) así como charlas formativas a docentes de la Comunidad de Madrid. La CNMV también ha participado en el Congreso Internacional de Educación Financiera «Educación Financiera para una sociedad en transformación», organizado en Málaga por el Proyecto Edufnet.

8.1 Expedientes sancionadores

Durante 2019 el Comité Ejecutivo de la CNMV acordó la incoación de 18 nuevos expedientes sancionadores, en los que se imputaron un total de 26 presuntas infracciones (véanse cuadros 8.1.1 y 8.1.2). En los expedientes abiertos se contemplaban: 6 infracciones por la incorrecta comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas, 1 por incumplimiento de obligaciones de información por sociedades emisoras, 5 por abuso de mercado (manipulación de mercado), 2 por incumplimiento de la reserva de actividad, 5 por incumplimiento de normas de conducta en la relación con clientes o inversores, 1 por resistencia a la actuación inspectora de la CNMV y el resto por vulneraciones de la normativa general sobre ESI, IIC y PFP.

Los acuerdos de incoación de estos expedientes incorporaban propuestas de multas por un importe total de 9.390 miles de euros (5.013 miles de euros en los acuerdos de 2018).

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

	2018	2019
N.º expedientes abiertos	21	18
N.º expedientes concluidos	23	17
De los cuales:		
abiertos en 2006	–	1
abiertos en 2017	12	1
abiertos en 2018	11	9
abiertos en 2019	–	6

Fuente: CNMV.

N.º de infracciones de cada tipo en los expedientes sancionadores

CUADRO 8.1.2

	Abiertos		Cerrados	
	2018	2019	2018	2019
Infracciones muy graves	17	17	21	9
I. No declaración/incorrecta comunicación de participaciones significativas u operaciones de autocartera	1	6	4	4
II. Incumplimiento en materia de sociedades emisoras	2	1	–	1
III. Incumplimiento de reserva de actividad	–	1	–	–
IV. Incumplimiento de normas de conducta	3	4	4	–
V. Incumplimiento de la normativa general de las ESI	1	3	1	1
VI. Incumplimiento de la normativa general de las ECR	2	1	–	2
VII. Incumplimiento de la normativa general de las PFP	1	–	1	–
VIII. Incumplimiento de la normativa general de las IIC	3	–	4	–
IX. Incumplimiento de la normativa sobre ventas en corto	–	1	–	–
X. Manipulación de mercado	–	–	1	–
XI. Información privilegiada	4	–	6	1
Infracciones graves	22	8	15	20
I. Incumplimiento en materia de información anual de sociedades emisoras	1	–	–	2
II. Incumplimiento en materia de comisión de auditoría de sociedades emisoras	8	–	–	8
III. Incumplimiento en materia de abuso de mercado	2	–	3	1
IV. Incumplimiento de normas de conducta	1	1	1	–
V. Incumplimiento de la normativa general de las ESI	–	–	1	–
VI. Incumplimiento de la normativa general de las IIC	1	1	–	2
VII. Incumplimiento de la normativa general de las PFP	1	–	–	1
VIII. Incumplimiento de la reserva de actividad	–	1	–	–
IX. Información privilegiada	1	–	1	–
X. Manipulación de mercado	7	5	9	6
Infracciones leves	–	1	–	1

Fuente: CNMV.

En el curso del ejercicio, la CNMV acordó 17 resoluciones sancionadoras; estas concluyeron el mismo número de expedientes, que incluían 30 infracciones (1 iniciado y suspendido en 2006, tras levantarse la suspensión al haber recaído en 2019 sentencia judicial firme en el procedimiento penal relacionado con él, 1 iniciado en 2017, 9 en 2018 y 6 en 2019).

En 9 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 parte del 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 mantenido el plazo medio de tramitación en 6 meses.

En el cuadro 8.1.2 figura la naturaleza de las infracciones tratadas en expedientes concluidos en 2019 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 3,93 millones de euros.

Sanciones impuestas

CUADRO 8.1.3

	2018			2019		
	N.º	Importe ¹	Periodo ²	N.º	Importe ¹	Periodo ²
I. Multa	39	9.080	-	39	3.931	-
II. Separación/inhabilitación general	-	-	-	-	-	-

Fuente: CNMV. (1) Miles de euros. (2) Años.

El **registro público de sanciones** incorporó en 2019, una vez ganaron firmeza administrativa, diversas resoluciones sancionadoras relativas a infracciones graves o muy graves con multas por un importe total de 1.605 miles de euros que se pueden consultar en la página web de la CNMV. Al cierre del ejercicio estaban pendientes de firmeza administrativa y publicación en el registro multas impuestas por un importe total de 2.786 miles de euros.

8.2 Servicio contencioso: Revisión judicial de resoluciones sancionadoras y otras actuaciones

En 2019 se interpusieron 14 recursos de alzada ante el Ministerio de Economía contra resoluciones sancionadoras que, a 31 de diciembre, se encontraban pendientes de resolución. Asimismo, el Ministerio desestimó 2 recursos de alzada en materia sancionadora interpuestos en el ejercicio 2018 (véase cuadro 8.2.1).

En vía judicial, en 2019 se interpusieron 10 recursos contencioso-administrativos, 3 de ellos contra resoluciones sancionadoras. De los restantes recursos, 3 se formularon contra 2 acuerdos de autorización de sendas opas —si bien uno de ellos se cerró en el mismo ejercicio por desistimiento del recurrente— y 1 contra el acuerdo de exclusión de negociación de las acciones de la entidad objeto de una de las opas impugnadas. Finalmente, los otros 3 recursos están relacionados con 1 expediente de contratación y 2 reclamaciones de cantidad en materia de personal.

Por lo que respecta a las resoluciones judiciales dictadas en 2019, un total de 32 se refieren a expedientes sancionadores. En concreto, la Audiencia Nacional dictó 4 sentencias de inadmisión y 20 sentencias desestimatorias de los recursos interpuestos, que conllevaron la íntegra confirmación de las resoluciones recurridas, y 1 sentencia estimatoria, que supuso la anulación de la multa impuesta en un expediente sancionador. Por su parte, el Tribunal Supremo resolvió 7 recursos de casación, que supusieron la confirmación de las sentencias de la Audiencia Nacional impugnadas. Concretamente, de 5 sentencias que habían confirmado las resoluciones sancionadoras impugnadas y 2 sentencias parcialmente estimatorias dictadas en 2017 que habían implicado la anulación de dos de las multas impuestas en un expediente y la rebaja del importe de la multa impuesta en otro (véanse cuadro 8.2.1 y anexo III.3).

En cuanto a las resoluciones dictadas por los tribunales en recursos interpuestos contra resoluciones no sancionadoras, la Audiencia Nacional estimó el recurso interpuesto contra la autorización de una opa, si bien la Administración ha presentado recurso de casación contra esta. Las otras dos resoluciones se han dictado como consecuencia del desistimiento de los recurrentes: en un caso, contra el acuerdo de autorización de una opa —ya referido anteriormente, al haberse iniciado en el mismo ejercicio— y, en otro, 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.

Asimismo, en cumplimiento del principio general imperativo de prestar la colaboración requerida a jueces y tribunales, los expertos de la CNMV brindaron asistencia, en el ejercicio de sus funciones, a jueces y tribunales de toda índole. El número de solicitudes de colaboración recibidas en 2019 (216) aumentó respecto del total de las cursadas en el ejercicio anterior (135). 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 (175) 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 de los que sean titulares personas físicas o entidades (cuestión cuyo conocimiento corresponde a las entidades depositarias de dichos valores); actuaciones de investigación y resoluciones sancionadoras dictadas en el marco de los expedientes tramitados por la CNMV; 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 2019

CUADRO 8.2.1

	Interpuestos	Resueltos
Recursos administrativos	14	2
Alzada	14	2
Reposición	–	–
Recursos contencioso-administrativos/casación	10	35
	Solicitudes tramitadas	
Colaboración con tribunales		135

Fuente: CNMV.

8.3 Denuncias

Durante el año 2019 se presentaron en la CNMV dos denuncias relativas a la conducta de varios emisores, con respecto al presunto incumplimiento del régimen de opas, gobierno corporativo y supuestas irregularidades en la presentación de información regulada.

Por lo que respecta al estado de tramitación a 31 de diciembre de 2019, dada la amplitud de la documentación aportada, la complejidad de la materia y el gran número de personas y entidades implicadas, se encontraban pendientes de resolución definitiva.

Denuncias presentadas en 2019

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	2
Total	2
Contenido de las denuncias	N.º denuncias
Régimen de opas/gobierno corporativo	1
Información regulada	1
Total	2
Situación de las denuncias a 31-12-2019	N.º denuncias
En trámite	2
Total	2

Fuente: CNMV.

La actividad en el plano internacional es muy relevante para la CNMV y ha seguido siendo muy intensa durante 2019, en consonancia con la importancia creciente que ha ido adquiriendo la cooperación internacional tanto en el ámbito de la regulación —entendida como la fijación de estándares o legislación armonizados para abordar desafíos comunes o muy similares— como en la supervisión, en la que adquiere cada día más importancia la convergencia de prácticas. Ambos aspectos pretenden facilitar el establecimiento de un marco común de actuación que evite actos de arbitraje regulatorio o supervisor (lo que se conoce como *level playing field*). Esto es particularmente relevante en el espacio de la Unión Europea, que afecta especialmente al día a día de la CNMV, pero también a nivel internacional.

La importancia de la cooperación en materia de supervisión y regulación financieras ha quedado patente en la incesante actividad que se ha desarrollado a raíz de la conmoción sanitaria, económica y financiera provocada por la expansión a nivel mundial de la pandemia del COVID-19 en los primeros meses de 2020, que se comenta en diferentes partes de este informe y que ha supuesto un impacto muy significativo que ha afectado a todas las partes del sistema, por lo que ha requerido respuestas coordinadas. Esto se ha puesto de manifiesto de manera muy especial en la respuesta que está dando la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), en la que la CNMV tiene un papel muy relevante, con un incremento más que notable en sus trabajos de análisis, cooperación supervisora y consideración de respuestas regulatorias, pero también en la más general de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB), tomando en consideración tanto el impacto como las respuestas a dar en el ámbito del sistema financiero y entorno macroeconómico en su conjunto.

Igualmente relevantes, aunque ya a nivel global, han sido las actuaciones tanto del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) como de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), que han coordinado y liderado, en primer lugar, el trabajo de recogida de información para su análisis inmediato y, en segundo, la cooperación en el análisis de respuestas comunes para proteger el sistema financiero internacional.

En las siguientes secciones se resumen los aspectos más relevantes de la actuación de la CNMV en el entorno internacional, sobre todo en el seno de las organizaciones arriba mencionadas, en el año 2019. Debe matizarse, no obstante, en relación con ESMA, que la actividad realizada dentro de dicha organización está tan imbricada en el quehacer diario de la CNMV que resulta incluso dudoso que pueda hablarse de ella como actividad internacional.

9.1 Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA)

A lo largo de 2019 los colegisladores de la Unión Europea, el Consejo y el Parlamento Europeo han aprobado distintas iniciativas normativas que atribuyen nuevas competencias y funciones a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por su acrónimo en inglés), algunas de ellas en el marco del proyecto de la Unión de los Mercados de Capitales y aplicables a partir de 2020. Dada la importancia y el impacto que estas atribuciones adicionales tendrán en su actividad, esta autoridad ha dedicado una parte sustancial de su tiempo a prepararse para la asunción de las nuevas responsabilidades.

Entre ellas, una de las normas más relevantes es el Reglamento (UE) 2019/2175 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de diciembre de 2019, que revisa el Sistema Europeo de Supervisión Financiera y, en consecuencia, la actividad de ESMA. Así, a partir de 2022, esta autoridad comenzará a ejercer la supervisión directa sobre los administradores de índices de referencia críticos de la Unión Europea y los de índices de terceros países, al igual que sobre los proveedores de servicios de suministro de datos. Además, a partir de 2020 verá reforzado su papel en la promoción de la convergencia supervisora mediante diversas medidas como, por ejemplo, la elaboración de un manual de supervisión de la Unión —en colaboración con las autoridades nacionales competentes (ANC)—, el establecimiento de hasta dos prioridades supervisoras de importancia para toda la Unión al menos cada tres años, que deberán reflejar futuros desarrollos y tendencias, la creación de grupos de coordinación o el liderazgo de las evaluaciones inter pares de ANC, entre otras. También asumirá nuevas funciones en materia de innovación tecnológica, sostenibilidad financiera y protección al consumidor.

Cabe destacar la proyección internacional que adquirirá ESMA tras esta revisión, al encomendarle la regulación expresamente una actividad de seguimiento respecto del cumplimiento de los criterios en los que se basan las decisiones de equivalencia emitidas por la Comisión Europea en relación con el régimen jurídico y de supervisión de terceros países, así como la elaboración de acuerdos administrativos, la representación de los intereses de la Unión en los foros internacionales del sector o el reconocimiento de índices de referencia de terceros países.

En esta misma línea, el Reglamento (UE) 2019/2033 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, que revisa los requisitos prudenciales exigibles a las empresas de servicios de inversión, refuerza la actividad de seguimiento que podrá realizar esta autoridad con respecto a las entidades de terceros países dadas de alta en su registro, al quedar obligadas a presentarle un informe anual con datos sobre la actividad que desarrollen en la Unión. Además, podrá recabar de las entidades datos adicionales para su inscripción en el registro.

Por último, la revisión del Reglamento sobre infraestructuras de mercado (conocido como EMIR, por su acrónimo en inglés), también modifica el régimen de terceros países atribuyendo a ESMA la supervisión de entidades de contrapartida central (ECC) de terceros países cuando, por tener la consideración de sistémicas o poder llegar a serlo a efectos de la estabilidad financiera de la Unión Europea o de un Estado miembro, formen parte de la categoría denominada Tier 2 —bien sea mediante cumplimiento comparable o bien mediante supervisión directa en función del riesgo que genere la entidad—.

En cuanto a las ECC establecidas en la Unión Europea, sin perjuicio de que su supervisión continúa correspondiendo a las ANC desde la entrada en vigor de esta norma en enero de 2020, ESMA ejerce nuevas funciones al respecto como, por ejemplo, la emisión de opiniones en relación con algunas de las decisiones que vayan a adoptar dichas autoridades, un papel más destacado en los colegios o la validación de cambios importantes en los modelos de riesgo de las ECC. Para cumplir con todas estas nuevas obligaciones, este reglamento prevé la creación de un comité interno de supervisión de ECC formado por las ANC con ECC autorizadas y tres miembros independientes (presidente y dos miembros más). En este comité también podrán participar, en su caso, los bancos centrales.

Los preparativos de ESMA para acomodar su gobernanza y organización a las nuevas competencias y responsabilidades no han interferido en el desarrollo de sus actividades, que han estado marcadas, como no podía ser de otra forma, por los tres objetivos que el Reglamento (UE) n.º 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, le encomienda: la protección del inversor, el ordenado funcionamiento de los mercados y la estabilidad financiera —en la que la autoridad ha tenido también en cuenta las discusiones de los organismos internacionales en esta área—.

Respecto a la **protección del inversor**, una parte importante de su actividad ha estado centrada en la transparencia de la información relativa a los costes de los instrumentos financieros. Esta información resulta especialmente relevante para los clientes minoristas, ya que contribuye a que se formen una opinión respecto del producto que van a adquirir o han adquirido. En particular, destaca su primer informe estadístico anual relativo al rendimiento y los costes de productos de inversión dirigidos a clientes minoristas en la Unión Europea publicado en enero¹. El estudio, encomendado por la Comisión Europea en el marco de la Unión de los Mercados de Capitales, abarca organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (fondos UCITS), fondos de inversión alternativa comercializados a clientes minoristas y productos estructurados para clientes minoristas y ha servido para poner de relieve el impacto que los costes tienen en los rendimientos que obtienen los inversores. En concreto, el estudio recoge que los costes reducen, de media, en un 25 % la rentabilidad bruta de los fondos UCITS, así como que sus tarifas de gestión (*management fees*) y otros costes de mantenimiento (*ongoing costs*) constituyen el 80 % de los costes que asume el inversor. Otro dato relevante es que, de media, los clientes minoristas pagan el doble de costes que los profesionales. Además, el informe señala que el rendimiento de los fondos pasivos que invierten en acciones es mayor que el de los fondos activos que invierten en este mismo producto después de haber deducido los costes, al menos para periodos superiores a los 3 años. Las limitaciones estadísticas y metodológicas de este trabajo —que el propio informe de ESMA menciona— han provocado que algunas ANC realizasen el mismo ejercicio para los fondos de inversión originados en su territorio. Este es el caso de la CNMV, cuyo estudio se comenta en el recuadro 5 del capítulo 3.

Adicionalmente, en 2019 ESMA ha publicado preguntas y respuestas, en el marco de MiFID II, respecto de la información que debe aportarse sobre los costes.

1 ESMA (2019). *ESMA Annual Statistical Report. Performance and costs of retail investment products in the EU*. Disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-731-asr-performance_and_costs_of_retail_investments_products_in_the_eu.pdf

En el área de la gestión de activos, cabe destacar la consulta publicada en julio en relación con su propuesta de Directrices relativas a la comisión sobre resultados (*performance fees*) en fondos UCITS. ESMA, tras haber detectado distintas prácticas nacionales en esta materia —tanto a nivel de comunicación como de cálculo—, ha decidido promover una aplicación más coherente. En concreto, ha preguntado por los métodos de cálculo de las comisiones sobre resultados, la congruencia entre el modelo de estas comisiones y los objetivos de inversión del fondo y por la frecuencia en el devengo y las circunstancias del pago, así como acerca la información pública relativa al modelo de comisiones.

Por último, en cuanto a los productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros (conocidos como PRIIPS por su acrónimo en inglés), ESMA decidió incluir entre las cuestiones de la consulta publicada en octubre la presentación y el cálculo de los costes de este tipo de productos, con la intención de facilitar su comprensión y la comparativa entre ellos a pesar de la existencia del documento de datos fundamentales para el inversor (conocido como KID por su acrónimo en inglés). Otro tema relevante que se consulta es la metodología de los escenarios de rendimiento y su forma de presentación.

En el ámbito de la **estabilidad financiera**, uno de los temas destacados en los que se ha centrado parte de la actividad de ESMA en 2019 ha sido la liquidez de los fondos de inversión. La identificación de este aspecto como posible fuente de riesgo sistémico está en línea con los trabajos de otros organismos internacionales como el FSB, IOSCO o la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB).

En marzo de 2019 ESMA publicó su primer informe estadístico sobre fondos de inversión alternativa en la Unión Europea. En este informe se destaca que son los fondos de inversión inmobiliaria los que más riesgo de liquidez tienen.

También en 2019 publicó una metodología marco para realizar simulaciones de resistencia (*stress tests*) en el sector de fondos de inversión. Este instrumento resultará especialmente útil para que las ANC evalúen los riesgos de su industria de gestión de activos. ESMA, además, realizó una simulación del sector de fondos UCITS que invierten en bonos (*UCITS bond funds sector*) aplicando esta metodología, de la que resultó que los fondos más vulnerables son los que invierten en bonos *high yield*. La CNMV también está desarrollando una metodología que, siguiendo los principios generales señalados por ESMA en este sentido, permitirá llevar a cabo las mencionadas pruebas de estrés con el objetivo de estimar con mayor precisión los posibles efectos derivados de un aumento de las peticiones de reembolso. Como continuación a este trabajo, ESMA publicó en septiembre unas Directrices en relación con las pruebas de resistencia relativas a la liquidez de fondos UCITS y fondos de inversión alternativa. Su objetivo es que todos los gestores que lleven a cabo estas pruebas sigan unos estándares mínimos, además de promover la convergencia sobre cómo las ANC tienen que supervisarlos. Asimismo, en julio publicó otras Directrices relativas a los escenarios de las pruebas de resistencia en el marco del Reglamento de los fondos del mercado monetario, en las que se recogen una serie de parámetros de referencia comunes que los gestores que realicen estas pruebas deben tener en cuenta.

Por último, cabe mencionar que, a raíz de la controversia surgida con ocasión de los problemas detectados en dos fondos en la Unión Europea, ESMA ha acordado realizar una actuación de supervisión común sobre la gestión de la liquidez de los fondos UCITS, la cual tendrá lugar en 2020. Esta actividad será llevada a cabo por todas las ANC de los Estados miembros de manera simultánea, previo acuerdo de la

metodología aplicable. La CNMV participará en este ejercicio, en el que aportará su experiencia en la recepción trimestral del detalle de la composición de la cartera de los fondos UCITS españoles y el análisis periódico de su liquidez en situación de estrés en los mercados.

En relación con su objetivo de **velar por el ordenado funcionamiento de los mercados**, uno de los trabajos más destacados de ESMA durante 2019 ha sido el informe publicado en diciembre sobre la evolución de los precios de los datos de transparencia pre y posnegociación y los proveedores de información consolidada.

Una de sus principales conclusiones es que la aplicación de las disposiciones relativas a los datos de mercado introducidas por MiFID II/MiFIR no ha conseguido el efecto esperado de reducir su coste; más bien, al contrario, se detecta que estos han aumentado —en particular, los de aquellos para los que existe una mayor demanda—. El informe apunta como posible motivo de esta subida el hecho de que para fijar el precio de estos datos no solo se está teniendo en cuenta el coste de producir y difundir esta información, sino también su valor para los usuarios. No obstante, ESMA no considera adecuado en estos momentos pasar a un modelo de regulación de precios.

Por otro lado, ESMA se pronuncia en este informe a favor de establecer un proveedor de información consolidada para acciones e instrumentos financieros asimilados a las acciones (*equity-like financial instruments*) en la Unión Europea que contribuya a superar la actual fragmentación de nuestros mercados. Además, en lo que respecta a las principales características que debería reunir este proveedor, propone que la contribución de la información de transparencia posnegociación de los centros de negociación y agentes de publicación autorizados sea obligatoria y gratuita, repartir los beneficios con las entidades que aporten esta información y que su consumo resulte obligatorio al menos durante sus primeros años de vida, una propuesta con la que no todos los supervisores nacionales están de acuerdo.

Este informe ha sido elaborado en cumplimiento del mandato recogido en MiFID II/MiFIR, que obliga a ESMA a revisar determinados aspectos de ambas normas con el objetivo de valorar el impacto que ha tenido en el sector la aplicación de ciertas disposiciones e informar de ello a la Comisión Europea. Pero no ha sido el único. Otros temas que también están siendo objeto de revisión por parte de ESMA en el marco de MiFID II/MiFIR, y para los que en 2019 decidió recabar la opinión de los participantes del mercado mediante la publicación de consultas, son los siguientes: i) los límites de posiciones y los controles de gestión de posiciones en derivados sobre materias primas; ii) la incidencia de la obligación de comunicar todos los pagos, las comisiones y los beneficios no monetarios en relación con la prestación de un servicio de inversión u otro servicio auxiliar (*inducements*), junto con ciertos aspectos relacionados con costes y cargas (*costs and charges*), y iii) los efectos de las medidas de intervención de productos adoptadas en relación con contratos financieros por diferencias y opciones binarias.

Por otra parte, en el área de mercados esta autoridad ha comenzado a trabajar en la revisión de las disposiciones introducidas en MiFID II/MiFIR sobre el régimen de transparencia de prenegociación y posnegociación tanto para acciones e instrumentos financieros asimilados como para productos estructurados, derivados, renta fija y derechos de emisión. Esta incluirá también la revisión de otros aspectos importantes como el régimen de los internalizadores sistemáticos, el mecanismo de doble limitación del volumen máximo o la obligación de negociación de derivados, los

cuales serán objeto de consulta pública en 2020. De hecho, en febrero de 2020 ya se publicó una consulta relativa al régimen de transparencia de las acciones e instrumentos financieros similares a las acciones² y otra sobre internalizadores sistemáticos para instrumentos financieros distintos a las acciones³.

Igualmente, ESMA ha trabajado durante 2019 en la revisión de determinadas normas sectoriales como, por ejemplo, la del Reglamento sobre abuso de mercado, la Directiva sobre gestores de fondos de inversión alternativos o el Reglamento relativo a índices de referencia.

En cuanto a las nuevas funciones y competencias que ESMA debía empezar a ejercer a partir de 2019 sobre titulización simple, transparente y normalizada (STS, por su acrónimo en inglés), derivadas de la aplicación del Reglamento (UE) 2402/2017 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de diciembre de 2017, cabe mencionar que algunas de ellas no han podido ser aún ejercidas por esta autoridad debido a que los desarrollos normativos necesarios están pendientes de aprobación y posterior publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*, tal como ocurre con la nueva competencia asumida por ESMA respecto del registro y supervisión de los registros de titulizaciones (*securitization repositories*).

Por último, una parte importante de la actividad de ESMA durante 2019 ha estado centrada, de nuevo, en la identificación y el seguimiento de los riesgos que podrían derivarse de la retirada del Reino Unido de la Unión Europea en el ámbito de los mercados de valores (*brexit*), especialmente si lo hace sin ratificar un acuerdo (véase el recuadro 9 en el capítulo 5).

A continuación, se detallan brevemente algunos de los trabajos más destacados de ESMA durante 2019, aparte de los ya mencionados.

Medidas de intervención de productos

ESMA ha renovado en tres ocasiones sus medidas temporales de intervención de productos con relación a opciones binarias y contratos financieros por diferencias (CFD), adoptadas inicialmente el 2 de julio y 1 de agosto de 2018 y que dejaron de tener efecto el 2 de julio de 2019 y el 31 de julio de 2019, respectivamente. Desde marzo de 2019 y hasta la fecha, las ANC han adoptado medidas permanentes en sustitución de las de ESMA, 26 Estados miembros para la prohibición de la comercialización, distribución o venta de opciones binarias y 27 para restringir la comercialización, distribución o venta de CFD, respecto de las que ESMA ha emitido una opinión acerca de si están justificadas y son proporcionadas. Las medidas adoptadas por la CNMV se ajustan a las inicialmente adoptadas por ESMA, por lo que la opinión de esta autoridad ha sido favorable. Ya en el último trimestre del año, ESMA ha trabajado en un informe para la Comisión Europea sobre su experiencia en relación con el ejercicio de los nuevos poderes de intervención, que incluye los efectos

2 Consultation on MiFID II/MiFIR Review Report on the transparency regime for equity and equity-like instruments, the double volumen cap mechanism and the trading obligations for shares. <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-mifid-ii-mifir-review-report-transparency-regime-equity-and>

3 ESMA (2020). *Consultation Paper on MiFIR report on Systematic Internalisers in non-equity instruments*. Disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-1757_consultation_paper_-_mifir_report_on_si.pdf

prácticos de las medidas y abarca tanto las medidas aplicadas por ESMA como las establecidas por las autoridades nacionales.

Además, ESMA ha publicado dos preguntas y respuestas relacionadas con esta materia: una referida a los clientes minoristas que solicitan ser tratados como profesionales en este contexto y otra relativa a la comercialización, distribución y venta de CFD por entidades de terceros países.

Mercados secundarios e integridad del mercado

ESMA publicó en junio de 2019 un manual de supervisión (*supervisory briefing*) con el objetivo de asegurar el cumplimiento homogéneo de los requisitos de transparencia de prenegociación en las operaciones negociadas bilateralmente en derivados sobre materias primas. En concreto, el fin es garantizar que los centros de negociación que formalicen este tipo de operaciones las sometan a las exenciones (*waiver*) de transparencia de prenegociación oportunas (relativas a órdenes de elevado tamaño, inexistencia de un mercado líquido, intercambio por productos físicos o paquetes de órdenes), cumpliendo siempre con los requisitos de la exención aplicable.

En junio de 2019 publicó un informe sobre el funcionamiento de las subastas por lotes, en el que se evalúa si estos sistemas —que han proliferado sobre todo desde la entrada en vigor de MiFID II/MiFIR— se pueden estar utilizando para eludir los requisitos de transparencia, especialmente para evitar las suspensiones de negociación conforme al mecanismo de doble limitación del volumen máximo. Igualmente, ESMA publicó en octubre una consulta con el fin de recabar información para asistir a la Comisión Europea en su evaluación sobre la necesidad de alinear la obligación de negociación de derivados de MiFIR con la obligación de su compensación —recientemente modificada, esta última, por EMIR Refit—. Entre otros, EMIR Refit, aplicable desde junio de 2019, introduce una exención de la segunda para contrapartes financieras de pequeño tamaño y modifica el mecanismo para determinar las obligaciones de las contrapartes no financieras, de tal manera que estas solo quedan sujetas a la misma cuando se encuentren por encima del umbral de compensación respecto de una clase de activo. Al no haberse introducido modificaciones semejantes en MiFIR, las contrapartes financieras de pequeño tamaño y, en su caso, algunas contrapartes no financieras continúan obligadas a cumplir con la primera aunque están exentas de la segunda, por lo que existe una discrepancia en el enfoque aplicado para ambas obligaciones. Con anterioridad, ESMA había publicado en julio una declaración en la que aconsejaba temporalmente a las ANC que no priorizaran su actividad supervisora en relación con las dos obligaciones para contrapartes exentas conforme a EMIR Refit. Otros cambios propuestos incluyen la adopción de un mecanismo de suspensión independiente de la obligación de negociación de derivados.

En el ámbito del abuso de mercado, cabe destacar que la consulta publicada por ESMA en octubre de 2019 sobre la revisión del reglamento que regula esta materia incluyó una cuestión referente a las prácticas transfronterizas relacionadas con el arbitraje de dividendos (*cum/ex and multiple withholding tax reclaim schemes*, en inglés), sobre la cual ha estado trabajando durante el último año a petición del Parlamento Europeo. Esta práctica consiste en que los accionistas transmiten temporalmente sus acciones a personas residentes en jurisdicciones fiscalmente más favorables en fechas próximas a la distribución de dividendos y liquidación de sus impuestos para reducir su factura fiscal. En este contexto, en algunas jurisdicciones se han dado situaciones en las que se retienen impuestos sobre el dividendo a través

de los emisores o custodios y, a la vez, se emiten certificados por parte del emisor y el custodio separadamente que acreditan esta retención, para que los accionistas puedan reclamar el reembolso de impuestos. El problema es que se ha detectado que, en algunos casos, tanto el accionista original como el temporal han solicitado dicho reembolso. En este momento, la supervisión de estas cuestiones no tiene cabida en el marco legal del abuso de mercado, pero ESMA cree que se pueden considerar como prácticas que atentan contra la integridad del mercado y, por ello, propone darles cabida en el reglamento para poder combatirlos. Asimismo, propone modificar el marco legal para permitir una colaboración más estrecha con las autoridades fiscales, tanto en el ámbito nacional como en el transfronterizo.

Gestión de activos

En el ámbito de la gestión de activos, ESMA ha seguido trabajando para evitar que muchas instituciones de gestión pasiva se comercializaran como gestión activa. En 2019, para apoyar el continuado trabajo de supervisión que realizan las ANC, ESMA incluyó en su documento de preguntas y respuestas relativas a las UCITS una pregunta con la que pretendía aclarar ciertas cuestiones relacionadas con la información que se ofrece a los inversores sobre el uso de índices de referencia en la gestión de UCITS. En primer lugar, la información debe indicar claramente si un fondo se gestiona de manera activa o pasiva. En segundo lugar, ESMA introduce una definición amplia de fondo «referenciado a un índice», como aquel en el que el índice de referencia desempeña un papel en la composición de la cartera o los objetivos y medidas de rentabilidad.

Información financiera

ESMA comunicó en octubre de 2019 las áreas de la información financiera en las que todas las ANC centrarán sus revisiones de los estados financieros de 2019. Estas son las siguientes: i) cuestiones específicas relacionadas con la aplicación de la Norma Internacional de Información Financiera (NIIF) 16, ii) seguimiento de las cuestiones específicas relacionadas con la aplicación de la NIIF 9 para instituciones de crédito y la NIIF 15 para emisores corporativos y iii) cuestiones específicas relacionadas con la aplicación de la NIC 12 (incluida la aplicación del Comité de Interpretaciones de las NIIF sobre la norma 23).

En diciembre ESMA publicó un informe sobre el uso por parte de los emisores de las medidas alternativas de rendimiento y el cumplimiento de las directrices dictadas por esta autoridad a partir de la revisión de los informes de gestión y presentaciones de resultados de una muestra de 123 emisores europeos.

Por último, en julio emitió un comunicado sobre consideraciones para el reconocimiento de los activos por impuestos diferidos que nacen de la posibilidad de compensación de pérdidas, en el que aborda principalmente dos aspectos que los supervisores analizan respecto de la aplicación de la NIC 12: i) la probabilidad de que existan beneficios fiscales con los que compensar créditos fiscales y ii) cómo debe entenderse el concepto de «otra evidencia convincente» para justificar el reconocimiento de activos por impuestos diferidos cuando una entidad está en pérdidas.

ESMA ha mantenido a lo largo de 2019 la promoción de la convergencia de las prácticas supervisoras entre las ANC como uno de los ejes centrales de su actividad. En particular, cabe destacar dos evaluaciones inter pares (*peer reviews*) llevadas a cabo ese año.

La primera de ellas se centró en la supervisión de la calidad de los datos relativos a contratos de derivados comunicados por las contrapartes a los registros de operaciones conforme a lo establecido en EMIR, que se dirigió a seis ANC —Reino Unido, Chipre, Holanda, Alemania, Irlanda y Francia—, como supervisores de las contrapartes, a la vez que a ESMA, como supervisora de los registros de operaciones. El ejercicio puso de manifiesto la necesidad de mejorar la calidad de los datos comunicados, para lo que se propusieron medidas a corto y largo plazo dirigidas tanto a ESMA como a las autoridades nacionales competentes. La segunda evaluación, sobre la recepción y uso de las comunicaciones relativas a operaciones sospechosas —como fuente de información en investigaciones de este tipo en el marco del Reglamento sobre abuso de mercado—, ha estado coordinada por un representante de la CNMV. La evaluación cubrió la totalidad de las autoridades nacionales competentes, incluyendo visitas a las autoridades de Alemania, Grecia, Irlanda, Italia, Rumanía y Suecia. En el informe final se realizan cuatro recomendaciones dirigidas a las autoridades nacionales competentes: i) que se aseguren de que todas las personas obligadas a comunicar estas operaciones se implican con el procedimiento, con especial atención al mercado mayorista y las operaciones transfronterizas; ii) que cuestionen a las entidades que no comunican nunca este tipo de operaciones; iii) que utilicen de manera adecuada las herramientas para favorecer la participación de las personas obligadas (desde la organización de jornadas informativas o reuniones hasta el uso de sanciones), y iv) que dispongan de las herramientas informáticas suficientes para analizar y aprovechar la información facilitada en estas comunicaciones.

Igualmente, cabe destacar que ESMA ha comenzado a emplear dos nuevas herramientas para profundizar en la convergencia supervisora. La primera es el Foro de Supervisores Sénior (Senior Supervisory Forum), cuyo objetivo es detectar cuáles son los principales riesgos en los Estados miembros para después diseñar su estrategia a nivel de la Unión. La segunda son las actuaciones de supervisión común (*common supervisory actions*), que consisten en identificar riesgos o temas comunes en todos los Estados miembros y concertar una actividad de supervisión coordinada y simultánea entre todas las autoridades nacionales competentes. Además de la actuación de supervisión común sobre la liquidez de los fondos UCITS prevista para 2020 ya comentada, ESMA tiene previsto organizar otra sobre idoneidad en el marco de MiFID II durante este mismo año y publicará el informe que en materia de conveniencia se elaboró en 2019.

Sostenibilidad

Una de las líneas estratégicas principales de ESMA durante 2019 ha sido la colaboración con la Comisión Europea en la implementación y el desarrollo de su plan de acción sobre finanzas sostenibles.

En particular, una de las acciones prioritarias en este ámbito ha consistido en el asesoramiento técnico a la Comisión Europea sobre la integración de las consideraciones medioambientales, sociales y de gobernanza (factores ESG, por su acrónimo en inglés) en la cadena de inversión. En concreto, a finales de abril ESMA envió a la

Comisión Europea su asesoramiento técnico sobre la integración de los riesgos y factores de sostenibilidad en MiFID II (en materia de requisitos organizativos, gestión del riesgo, conflictos de interés y gobernanza de productos), UCITS y AIFMD (en materia de requisitos de organización, condiciones operativas y gestión del riesgo).

Además, ESMA —a través del Joint Committee (Comité Mixto)— está trabajando en los desarrollos normativos (propuestas de normas técnicas) que requieren la aplicación de determinados aspectos del Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad por parte de gestores de cartera y asesores financieros, y del Reglamento (UE) 2019/2089 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, por el que se modifica el Reglamento (UE) 2016/1011 en lo relativo a los índices de referencia de transición climática de la Unión Europea, los índices de referencia armonizados con el Acuerdo de París y la divulgación de información relativa a la sostenibilidad de los índices de referencia. Por último, cabe destacar —también en el ámbito de las tareas relacionadas con el Plan de acción de la Comisión Europea— el informe publicado por ESMA en diciembre relativo a presiones cortoplacistas sobre empresas, en el que propone algunas recomendaciones como modificar la Directiva relativa a la divulgación de información no financiera, promover estándares internacionales sobre la divulgación de factores medioambientales, sociales y de gobernanza, incluir la información no financiera en los informes financieros anuales, revisar la lista blanca de operaciones concertadas exentas en la Directiva sobre ofertas públicas de adquisición, que los accionistas voten acerca de la información no financiera o realizar un seguimiento de la aplicación de la Directiva sobre derechos de los accionistas.

Fintech

Como continuación al asesoramiento publicado en enero de 2019 dirigido a la Comisión Europea, el Consejo y el Parlamento Europeo sobre las *Initial Coin Offerings* (ICO) y los criptoactivos, en el que se señalaban las circunstancias en las que estos últimos tendrían la consideración de instrumentos financieros y las opciones para su futura regulación, ESMA publicó en agosto —conjuntamente con la Autoridad Bancaria Europea (EBA)— una carta dirigida a la Comisión Europea sobre los criptoactivos, incluidas las llamadas *stablecoins*. En dicha carta, ESMA y EBA exponían la necesidad de avanzar hacia una futura legislación y describían las distintas líneas de trabajo en las que estaban participando. En concreto, estas dos autoridades europeas colaboran con el FSB, el Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), la Financial Action Task Force (FATF) y Committee on Payments and Market Infrastructures (CPMI) de IOSCO en el análisis del tratamiento prudencial de las exposiciones a criptoactivos, así como en el tratamiento normativo de las plataformas en los que se negocian. Por otro lado, ESMA publicó en julio un informe sobre los enfoques actuales de autorización y licencia para modelos de negocios innovadores del sector *fintech* en la Unión Europea, en el que se constata que: i) las autoridades nacionales competentes por lo general no distinguen entre los modelos de negocio innovadores *fintech* y los modelos comerciales tradicionales en sus actividades de autorización y licencia; ii) que las materias que más cuestiones jurídicas plantean —ya que no se ajustan fácilmente a la normativa existente— son los criptoactivos, las ICO y la tecnología conocida por su acrónimo en inglés como DLT (*Distributed Ledger Technology*); iii) la necesidad de una mayor claridad en la gobernanza y gestión de riesgos asociados a ciberseguridad y *cloud computing*, y iv) la existencia de un vínculo directo entre la presencia de facilitadores de innovación y enfoques de autorización de modelos innovadores.

Por último, el Comité Mixto de las autoridades europeas de supervisión (ESMA, EBA y EIOPA) publicó, a principios de 2019, un informe conjunto sobre los facilitadores de la innovación, que son los entornos de pruebas controlados (en inglés, *regulatory sandboxes*) y los centros de innovación. Este informe realiza un análisis comparativo de estos instrumentos en la Unión Europea, concluye con una serie de principios o mejores prácticas para su establecimiento y operación con el objetivo de promover la convergencia en este espacio y, finalmente, describe las opciones para un futuro trabajo a nivel de la Unión, como la creación de una red o la emisión de directrices que faciliten la cooperación entre Estados miembros.

Unión de los Mercados de Capitales: Situación y próximos pasos RECUADRO 21

Concluido el mandato de la «Comisión Juncker», la Comisión Europea ha desarrollado las medidas anunciadas en 2015 dentro de su plan de acción para alcanzar una Unión de los Mercados de Capitales, así como las nueve acciones prioritarias identificadas en la revisión que se realizó de este plan en junio de 2017. En particular, en marzo de 2019 la Comisión informó al Consejo de los progresos alcanzados, destacando que se habían finalizado 10 de las 13 medidas inicialmente propuestas. Respecto a las tres iniciativas relacionadas con finanzas sostenibles, aunque no se han completado, sí se ha llegado a un acuerdo en dos de las tres iniciativas inicialmente propuestas.

Sin embargo, y a pesar de que casi se ha completado el plan de acción original, la Comisión Europea ha decidido desarrollar algunas acciones adicionales con el fin de lograr los objetivos que se habían propuesto, puesto que, aunque se ha constatado un avance, un mercado de capitales único y competitivo sigue siendo más una aspiración que una realidad. Los obstáculos reglamentarios y de otro tipo continúan dificultando el movimiento de las inversiones.

Como primer paso para seguir avanzando, un grupo de alto nivel establecido por los ministros de Finanzas de Alemania, Francia y los Países Bajos, con el apoyo de los Ministerios de Finanzas de España, Suecia, Polonia e Italia y formado por académicos y expertos en la materia, publicó en octubre de 2019 un informe en el que se incluía una serie de recomendaciones adicionales con el fin de fortalecer la competitividad global y el atractivo de los mercados financieros de la Unión Europea para financiar la economía, su crecimiento y la creación de empleo (<https://www.nextcmu.eu/>).

Como continuación del trabajo anterior, la Comisión Europea ha decidido constituir un nuevo grupo, que ha denominado High Level Forum on Capital Markets Union, del que forman parte ejecutivos de la industria, así como expertos y académicos. Este grupo está constituido por 28 expertos, entre los que se encuentran los españoles Belén Romana e Ignacio Izquierdo, y tiene como objetivo desarrollar el proyecto de la Unión de los Mercados de Capitales con el objeto de movilizar capital para las empresas, ofrecer mejores oportunidades de inversión e impulsar el crecimiento económico en Europa. Ya han tenido lugar las primeras reuniones de este grupo y se espera que publiquen un informe con sus propuestas durante el primer semestre de 2020

9.2 Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO)

IOSCO publicó en 2019 su plan de trabajo en línea con otras instituciones similares. En él se identificaron las siguientes cinco prioridades: i) criptoactivos, ii) inteligencia artificial y aprendizaje automatizado, iii) inversión pasiva y proveedores de índices, iv) distribución minorista y digitalización y v) fragmentación del mercado. Además han sido muy significativos para este organismo los trabajos sobre finanzas sostenibles, materia que ya se identificó como área de trabajo destacada para el año 2018, y los análisis sobre la liquidez y el apalancamiento en la industria de los fondos de inversión.

En el ámbito de los criptoactivos **IOSCO elaboró un informe sobre elementos, riesgos y consideraciones normativas relacionadas con las plataformas de negociación de criptoactivos (CTP)**. El informe, dirigido a las autoridades supervisoras designadas como autoridades competentes cuando un criptoactivo, o una actividad que esté relacionada, se encuadren bajo su jurisdicción, describe los elementos clave y riesgos identificados hasta la fecha asociados a la negociación de criptoactivos proporcionando una serie de herramientas que pueden servir de ayuda a las autoridades reguladoras cuando evalúen las plataformas de negociación de criptoactivos, en el contexto de sus marcos normativos. Los apartados sobre los que se incide en el informe son: el acceso a las CTP, la custodia de los activos de los participantes, los conflictos de interés, las operaciones de las CTP, la integridad del mercado, el proceso de formación de precios, la compensación y liquidación de estos activos y la tecnología.

Sobre **el uso de la inteligencia artificial (IA) y el aprendizaje automatizado (ML)**, el comité de intermediarios llevó a cabo un ejercicio de análisis a través de una encuesta a las entidades y recopiló información sobre en qué medida los intermediarios del mercado utilizan inteligencia artificial y aprendizaje automático. También solicitó detalles sobre cualquier norma u orientación en las jurisdicciones que se aplique al uso de tecnologías de IA y ML. Algunos de los temas y riesgos que se identificaron través de la encuesta fueron relativos a: gobernanza, controles y supervisión; transparencia y difusión de información; toma de decisiones y riesgo de responsabilidad civil, y, finalmente, preocupaciones de carácter ético.

Dados los riesgos que pueden derivarse de una mala gobernanza y supervisión en el uso de la inteligencia artificial y el aprendizaje automático por parte de los intermediarios, el Consejo de IOSCO solicitó a este grupo de trabajo que desarrollara una guía para orientar la supervisión de los intermediarios de mercado que utilizan estas herramientas. Respecto a la **fragmentación de los mercados**, IOSCO elaboró un informe en el que se analiza la situación actual y se proponen diversas medidas para prevenir y mitigar sus posibles efectos adversos. Entre ellas cabe destacar el fomento del entendimiento entre los diferentes marcos normativos internacionales, la profundización en la cooperación en el ámbito de la supervisión y la regulación y, por último, la mejora en los procesos de reconocimiento de equivalencia aplicados a autoridades de terceros países (*deference*), así como de las herramientas asociadas con ellos (pasaportes, reconocimiento, equivalencia, etc.). IOSCO ha propuesto además servir como foro para el intercambio de información sobre las diferentes prácticas y enfoques de normativa transfronteriza y, por otro lado, ayudar a identificar aquellas buenas prácticas en los procesos arriba mencionados que puedan servir de referencia a sus miembros.

Continuando con las prioridades del programa de trabajo y teniendo en cuenta la importancia sistémica del sector, IOSCO está prestando especial atención a

la industria de gestión de activos, especialmente en lo que respecta al apalancamiento y al riesgo de liquidez en los fondos de inversión. En el apartado de apalancamiento IOSCO aprobó y publicó en diciembre de 2019 cuatro recomendaciones sobre la estandarización en su medición.

Además de las áreas prioritarias de trabajo de IOSCO, hay que destacar las actuaciones en las áreas de auditoría y finanzas sostenibles.

En lo que respecta a la primera, el trabajo del Monitoring Group en la reforma que pretende mejorar la supervisión y gobernanza de los creadores de estándares —*Standard Setting Bodies* (SSB), en su acrónimo inglés—, en el ámbito de la emisión de normas internacionales de auditoría y de ética. El principal objetivo es establecer una estructura de gobierno de los SSB más independiente, financieramente sostenible y efectiva, así como ampliar la experiencia profesional y diversidad de los miembros de los SSB, reducir la influencia de la profesión auditora en la elaboración de las normas de auditoría y ética y fortalecer el proceso de emisión de estas normas, dando especial relevancia a la necesidad de preservar el interés público en dicho proceso.

Respecto a la segunda, hay que señalar que el área de las finanzas sostenibles se consolida como una tendencia clave en la industria de los servicios financieros, al existir una demanda cada vez mayor de instrumentos financieros que tengan en consideración los aspectos medioambientales, sociales y de gobernanza (factores ESG). Un punto de discusión es la disponibilidad de información y su divulgación a los inversores.

El Consejo de IOSCO acordó, en febrero de 2017, que una de sus áreas principales para 2017-2018 fuera la de abordar «el análisis de la función de los mercados de valores en materia de aumentos de capital y sostenibilidad, y el papel relacionado con la regulación de los valores».

Desde entonces, IOSCO ha creado la Red de Finanzas Sostenibles, con el objetivo del intercambio de información entre reguladores sobre esta materia y el análisis de las iniciativas llevadas a cabo por los miembros de IOSCO, los principales intervinientes en los mercados y otras organizaciones internacionales en el área de las finanzas sostenibles.

Adicionalmente, IOSCO publicó:

- i) La «Declaración sobre la difusión de información sobre los factores ambientales, sociales y de gobernabilidad por parte de los emisores» de enero de 2019. En esta declaración, IOSCO enfatiza que los asuntos ESG, aunque a veces se caracterizan como materias no financieras, pueden tener un impacto significativo a corto y largo plazo en las operaciones comerciales de los emisores, así como en los riesgos y retornos para los inversores y sus decisiones de inversión y de voto.
- ii) Un informe del Comité de Mercados Emergentes y en Desarrollo sobre la financiación sostenible en dichos mercados y el papel de los supervisores y de los reguladores de los mercados de valores. En este informe se afirma que los temas relacionados con las finanzas sostenibles son particularmente relevantes para estos mercados emergentes en su esfuerzo por desarrollar los mercados de capitales en sus jurisdicciones.

A finales de 2019, el Comité sobre Riesgos Emergentes de IOSCO (Committee on Emerging Risks, CER) presentó una serie de propuestas, relativamente priorizadas, para el plan de trabajo de 2020 de la institución, que se decidieron tras analizar los riesgos identificados tanto por este comité como por el resto de los comités de IOSCO. De entre las propuestas efectuadas, se escogió incorporar la financiación apalancada (*leveraged finance*) y las obligaciones garantizadas con préstamos a dicho plan debido a los riesgos que puede conllevar esta operativa en un contexto de desaceleración económica y habida cuenta del aumento de relevancia de la financiación no bancaria. El advenimiento del COVID-19 ha hecho necesario, al igual que en la mayoría de las instituciones, un cambio de foco en los trabajos por desarrollar, en los que se ha dado prioridad a asuntos más urgentes. Cabe destacar la creación del Grupo de Expertos de Estabilidad Financiera (Financial Stability Expert Group, FSEG) para seguir y dar apoyo a las actividades del FSB desde la perspectiva de los supervisores del mercado.

9.3 Consejo de Estabilidad Financiera (FSB)

En 2019 el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) continuó desarrollando y aplicando las reformas financieras requeridas por el G20, en particular en las áreas declaradas como prioritarias: reforzamiento de la resiliencia 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 de las nuevas tecnologías en la regulación y la supervisión o el incremento en el volumen emitido de instrumentos financieros ligados a préstamos apalancados (*collateralised loan obligations*). Finalmente, el FSB continuó evaluando la implementación y los efectos de las reformas financieras promovidas por el G20 desde el inicio de la crisis financiera global y su utilidad en la provisión de financiación a la economía real.

A continuación se señalan las principales líneas de actuación del FSB en el marco de las recomendaciones del G20.

Tecnología

Análisis de las repercusiones para la estabilidad financiera de la provisión de servicios financieros por parte de las grandes firmas tecnológicas (*bigtechs*) tanto en los mercados emergentes como en las economías desarrolladas. Adicionalmente el FSB está analizando las implicaciones que el uso de la tecnología tiene en la regulación (*regtech*) y en la supervisión (*suptech*) y en el desarrollo de las denominadas *stablecoins*, sobre las que considera necesario elaborar una respuesta regulatoria y supervisora común.

Intermediación financiera no bancaria

Según las estimaciones del FSB, el sector de la intermediación financiera no bancaria (IFNB o NBF, por sus siglas en inglés) representa aproximadamente la mitad de los activos financieros globales. Dado el crecimiento y desarrollo del sector —y, en

particular, de algunas actividades como la gestión de activos o la titulización— el FSB está considerando cómo reorganizar el trabajo futuro en esta área.

Evaluación de las reformas financieras

El FSB continúa evaluando regularmente si las reformas financieras globales promovidas por el G20 están funcionando como estaba previsto. A los ejercicios de evaluación ya realizados sobre los efectos en la financiación de las infraestructuras y las pequeñas y medianas empresas, hay que añadir los actuales y futuros ejercicios de evaluación sobre el *riesgo moral* (*moral hazard*) asociado a las entidades crediticias consideradas globalmente sistémicas y, por tanto, demasiado grandes para caer (*too-big-to-fail*) y los fondos de inversión del mercado monetario respectivamente. Adicionalmente, el FSB comenzó en 2019 a revisar las eventuales consecuencias de las reformas financieras en la fragmentación de los mercados.

Implementación de las reformas financieras

En la medida en que una gran mayoría de las reformas financieras promovidas por el G20 han sido adoptadas por las jurisdicciones del FSB, este ha reforzado los ejercicios de seguimiento de su implementación efectiva a través, entre otros, de las denominadas *revisiones entre pares* (*peer reviews*) tanto de países —por ejemplo, México y Sudáfrica— o temáticos —como el referido a la implementación del *Legal Entity Identifier* (LEI)—. Es de señalar que el *peer review* de México, centrado en particular en los mercados de productos derivados, fue presidido por un consejero de la CNMV.

Finalmente, el FSB continúa recomendando una adopción plena y coherente de las reformas pendientes, lo que además contribuirá al establecimiento de un terreno de juego común (*level playing field*) y evitará el arbitraje regulatorio. Asimismo, considera que se debe favorecer el establecimiento de un marco común de cooperación e intercambio de información transfronteriza para preservar un sistema financiero global integrado y abierto.

9.4 Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB)

Durante 2019, la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB) continuó su labor de supervisión macroprudencial con objeto de evaluar, prevenir y mitigar el impacto del riesgo sistémico. A diferencia de los reguladores sectoriales, el campo de actuación del ESRB cubre todo el sistema financiero de la Unión Europea, incluyendo a entidades bancarias, aseguradoras y fondos de pensiones, gestores de activos y el resto de las actividades y entidades relacionadas con la IFNB.

La CNMV es miembro del ESRB y participa tanto en el Comité de Asesoramiento Técnico como en los grupos de expertos que analizan la formación de riesgo sistémico en los ámbitos relacionados con los mercados de valores y la financiación no bancaria, además de ser miembro con voz pero sin voto de la Junta General del ESRB.

Las cuestiones más relevantes que se trataron en las áreas de interés de la CNMV fueron: i) el análisis general de los principales riesgos y vulnerabilidades

relacionados con la estabilidad financiera, que se materializa en los informes periódicos trimestrales; ii) el riesgo inherente a las actividades y entidades relacionadas con la IFNB, que durante el pasado año se ha centrado fundamentalmente en la actividad de ciertos tipos de fondos de inversión con especial riesgo de iliquidez o apalancamiento, y iii) las posibles consecuencias sistémicas de un incidente cibernético (*systemic cyber risk*). También se analizaron en profundidad los riesgos derivados del comportamiento procíclico en la fijación de márgenes y recortes (*margins and haircuts*), proponiéndose medidas para mitigar situaciones de riesgos; se continuaron los análisis relacionados con la interconexión en los mercados de derivados, considerando en particular el impacto que podría tener la retirada del Reino Unido de la Unión Europea (*brexit*); se investigaron los efectos de las normas contables NIIF 9 y NIIF 17 en el cómputo de las pérdidas esperadas y la valoración de los activos con liquidez reducida (activos de nivel 2 y nivel 3), y se realizaron análisis para cuantificar el impacto de diferentes escenarios de cambio climático en el sector financiero europeo.

Además de su contribución en el Comité de Asesoramiento Técnico, la CNMV participó directamente en el grupo de expertos en IFNB. El trabajo principal de este grupo estuvo dedicado al análisis de las tendencias, los riesgos y las vulnerabilidades en este ámbito, publicando a mediados de 2019 el informe *EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor*. Asimismo, se preparó un informe que evalúa los riesgos relacionados con el apalancamiento excesivo, que destacaba la falta de medidas comparables de apalancamiento en los diferentes sectores financieros, y se inició la contribución del ESRB a la revisión de la Directiva AIFM.

9.5 Otros foros internacionales

La Asociación de Reguladores del Mediterráneo celebró su reunión anual de presidentes en El Cairo en el mes de enero de 2020. Miembros de esta Asociación, que cuenta con las autoridades supervisoras de los mercados de valores de Portugal, España, Italia, Grecia, Chipre, Turquía, Egipto, Argelia, Túnez y Marruecos, intercambiaron experiencias sobre finanzas sostenibles, fomento de las salidas a bolsa de pequeñas y medianas empresas, capital riesgo, *crowdfunding*, protección de los inversores minoristas, protección de datos en los mercados financieros y en los intercambios de información entre supervisores, digitalización y tokenización de activos y ciberseguridad.

El Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores (IIMV), compuesto por las autoridades supervisoras de los mercados de valores de 20 países iberoamericanos, incluidos Brasil y Portugal, ha llevado a cabo 11 sesiones de trabajo presenciales formativas, de cooperación y divulgativas, con una duración media de 3 días. En 2019 han participado 335 funcionarios de los miembros del IIMV y cerca de 400 personas en las jornadas públicas que el Instituto organiza en colaboración con las autoridades locales. Los asuntos más relevantes de las sesiones de trabajo fueron, además de las actividades formativas estándar sobre supervisión e inspección de los mercados, y las actividades *on line* en las áreas de gobierno corporativo y normas internacionales de información financiera (NIIF), las dedicadas a la promoción de los mercados de capitales, con un taller sobre el desarrollo de los mercados de renta variable en la región, y la protección de los inversores, centrada en los requisitos de idoneidad y conveniencia, así como varias jornadas sobre *fintech* y *crowdfunding*. Adicionalmente el IIMV cuenta con una web y un repositorio de proyectos *fintech* basado en un acuerdo de entendimiento firmado por sus miembros en 2018.

Muchas de las ponencias de las sesiones de trabajo del IIMV se publican posteriormente en su revista, de periodicidad cuatrimestral.

9.6 Colaboración e intercambio de información con autoridades extranjeras

Durante 2019, la tendencia creciente registrada en anteriores ejercicios relativa a las actuaciones de colaboración e intercambio de información con autoridades extranjeras ha experimentado un pronunciado incremento de la actividad. Este incremento resulta particularmente destacable en el caso de aquellas solicitudes remitidas por la CNMV.

Se registraron 253 solicitudes de asistencia procedentes de supervisores de otros países y 199 remitidas por la CNMV a autoridades análogas de supervisión de los mercados de valores 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 (170 solicitudes recibidas y 109 enviadas) y, por otra, en el intercambio de información destinada a verificar la idoneidad y honorabilidad de las entidades y los sujetos objeto de supervisión en procesos de autorización (49 solicitudes recibidas y 23 enviadas).

El siguiente cuadro detalla la evolución de estas actuaciones de colaboración durante los últimos cuatro años.

Actuaciones de colaboración con autoridades extranjeras

CUADRO 9.6.1

Solicitudes de asistencia	2019		2018		2017		2016
	Solicitudes	Incremento anual (%)	Solicitudes	Incremento anual (%)	Solicitudes	Incremento anual (%)	Solicitudes
Enviadas	199	107	96	6	90	43	63
Recibidas	253	62	156	47	106	-4	110
Total	452	79	252	28	196	13	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 2019

DEPARTAMENTO DE CONTROL INTERNO
22 de mayo de 2020

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 3 de marzo de 2020, 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 2019.

Las normas básicas aplicables a los procedimientos de la CNMV son las siguientes:

- Texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.
- 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 2019¹.

En el desarrollo del trabajo no se han producido limitaciones al alcance.

¹ Acuerdo de delegación del Consejo de 27 de septiembre de 2018 (BOE 9/10/2018).

3.- OPINIÓN

En nuestra opinión, una vez realizados los trabajos de auditoría, se puede concluir que durante el año 2019, 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 2020

La CNMV presentó el 12 de febrero de 2020 el Plan de actividades correspondiente a dicho ejercicio.

El Plan, previamente sometido a la consideración del Comité Consultivo de la CNMV, detallaba 44 objetivos para el año 2020, así como una revisión del grado de cumplimiento de los compromisos asumidos en el plan del ejercicio anterior. Concretamente, explicaba que se habían completado el 84 % de los objetivos previstos, en línea con los años anteriores (78 % en 2018 y 86 % en 2017) y detallaba el grado con el que se habían desarrollado cada uno de los objetivos del Plan 2019.

Entre los objetivos cumplidos del Plan 2019 se podrían destacar, por su relevancia, la modificación de la Circular 1/2017, de 26 de abril, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre contratos de liquidez, así como la aprobación de una Guía técnica para SGIIC sobre mejor ejecución y selección de intermediarios y de otra Guía técnica sobre autorización de entidades. Con estas actuaciones, 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 elaborado un estudio sobre los costes y las rentabilidades de los fondos de inversión españoles comparados con los europeos y se han firmado sendos convenios con la Dirección General de la Policía y la Guardia Civil, que incluyen como aspecto relevante la colaboración en relación con investigaciones sobre entidades no autorizadas.

Los objetivos pendientes de cumplir suponen el 16 % del total de los previstos para el año 2019, aunque la mayoría de ellos se encuentran muy avanzados y se prevé completarlos durante 2020.

En el contexto de la elaboración del Plan de actividades de 2020, la CNMV reflexionó sobre el mantenimiento o la modificación de la estrategia fijada en 2019 para el bienio 2019-2020 y se consideró adecuado reafirmar las tres grandes líneas estratégicas en sus mismos términos:

- i) La supervisión como prioridad.
- ii) El fomento de la competitividad del mercado español.
- iii) La atención a los desarrollos tecnológicos en el sector financiero.

La selección de las anteriores líneas estratégicas para el bienio 2019-2020 no supone relegar otros objetivos, como el de seguir trabajando en el área de la educación financiera y de la sostenibilidad o prestar una atención especial a la estabilidad financiera.

A principios de mayo de 2020, a raíz de la situación creada por la pandemia del COVID-19, que ha afectado en diversos aspectos a los mercados financieros y ha obligado a reorientar parte de la actividad de la institución, la CNMV ha publicado una actualización de su Plan de actividades para el año.

La revisión no supone una modificación de la estrategia general fijada para el periodo 2019-2020. La CNMV se reafirma en ella, especialmente en la necesidad de prestar atención a los desarrollos tecnológicos con impacto en los mercados financieros y los servicios de inversión. La situación creada por el COVID-19 también ha llevado a confirmar la importancia de la actividad del organismo en relación con la estabilidad financiera, que ha sido ya relevante en los últimos años, sobre todo tras la creación de la Autoridad Macropprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI), de la que es miembro la CNMV.

Como resultado del análisis, se ha decidido mantener, a pesar de las circunstancias, 33 de los 44 objetivos inicialmente planteados para 2020 e incorporar dos nuevos (el Plan solo recoge, cada año, un cierto número de objetivos o actuaciones especiales que se suman a la actividad general u ordinaria de la institución, de supervisión, autorización de entidades y productos, atención de reclamaciones, actividad internacional, etc.). Todo ello con independencia de que la CNMV ha seguido trabajando en la mayoría de los objetivos pospuestos, si bien, dadas las circunstancias, no se puede garantizar su cumplimiento completo durante 2020.

La CNMV y el *brexit*

RECUADRO 22

Desde que el Reino Unido tomó la decisión de abandonar la Unión Europea y mientras se negociaba la forma de su retirada y sus relaciones futuras con la Unión, la CNMV ha estado trabajando, de manera coordinada con el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital y otros organismos nacionales y europeos, con el objetivo de preservar la estabilidad financiera y proteger a los inversores, teniendo siempre en cuenta la necesidad de fomentar la competitividad del mercado español.

Aunque las negociaciones entre la Unión Europea y el Reino Unido se concretaron en noviembre de 2018 en un proyecto de Acuerdo de retirada, este no obtuvo la aprobación del Parlamento británico, motivo por el cual la incertidumbre en torno al proceso se mantuvo durante 2019 en un nivel elevado.

En marzo de 2019, al acercarse la fecha inicialmente prevista para el *brexit* (29 de marzo) sin haberse alcanzado todavía un acuerdo que permitiera una salida ordenada del Reino Unido, se publicó el Real Decreto-ley 5/2019, de 1 de marzo, por el que se adoptan en España 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. No obstante, se preveía también que dicho real decreto-ley no entraría en vigor en caso de que, con anterioridad a dicha fecha, se hubiera formalizado un acuerdo de retirada entre la Unión Europea y el Reino Unido.

En ese contexto, la CNMV creó en su página web una nueva sección denominada «Después del *brexit*: cuestiones relacionadas con el sector financiero», con información de utilidad para los participantes en el mercado y los inversores, tales como un listado de documentos de interés sobre las posibles consecuencias 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.

Tras aplazarse la fecha inicialmente prevista para el *brexit*, en octubre de 2019 los negociadores de la Comisión Europea y del Reino Unido alcanzaron un consenso sobre el Acuerdo de retirada, que fue aprobado por el Parlamento británico y por el Parlamento europeo en enero de 2020. Una vez completados los procedimientos internos necesarios por ambas partes, el Acuerdo de retirada entró en vigor el 31 de enero de 2020 a medianoche, momento en que el Reino Unido dejó de ser Estado miembro de la Unión Europea y pasó a tener la consideración de tercer país.

Se inició entonces un periodo transitorio que finalizará el 31 de diciembre de 2020 y que podrá prorrogarse una vez por un máximo de uno o dos años, si el Reino Unido y la Unión Europea así lo acuerdan antes del 1 de julio de 2020. Durante este tiempo las entidades podrán seguir llevando a cabo sus actividades con normalidad.

Durante estos meses la Unión Europea y el Reino Unido negociarán los términos de su relación futura sobre la base de la Declaración política acordada en octubre de 2019, relación que abarcará los intercambios comerciales, la cooperación económica y la seguridad y que deberá basarse en el equilibrio de derechos y obligaciones y asegurar un marco de igualdad.

En primer lugar, se han añadido al Plan de actividades de 2020 **dos nuevos objetivos**: la adaptación del Plan de contingencia de la CNMV a un modelo completo de teletrabajo, incorporando la experiencia actual, y la modificación de la Guía técnica 4/2017 para la evaluación de los conocimientos y competencias del personal que informa y que asesora con objeto de permitir los exámenes *on line* de forma permanente.

Entre los **11 objetivos propuestos** al siguiente ejercicio cabe citar, a modo de ejemplo, la elaboración de un plan estratégico de sistemas de información y de un plan global de sostenibilidad (ASG) de la CNMV como organización, ya que ambos objetivos requerían de una licitación pública que la situación ha hecho más compleja operativamente, o el objetivo relacionado con un posible código de buenas prácticas para fomentar la implicación a largo plazo de los accionistas.

Respecto a los objetivos concretos incluidos originalmente en el Plan de actividades de 2020 y que se ha decidido mantener, cabe destacar, dentro del apartado relativo a las **Mejoras en el funcionamiento de la CNMV**, la puesta en marcha de un Plan Integral de Transformación Digital de la CNMV, cuya finalidad será acelerar la transformación digital y acometer un proyecto global que afecte a toda la institución. O también el establecimiento formal de un canal de denuncias para la comunicación por parte del personal de la CNMV de conductas irregulares o infracciones.

Entre los objetivos del área de **supervisión de los mercados**, por ejemplo se mantiene la modificación de algunas recomendaciones del Código de buen gobierno o la revisión horizontal del grado de cumplimiento de la NIIF 16 (Arrendamientos).

Respecto a la **supervisión de los intermediarios financieros**, se confirman, entre otros, la elaboración de una guía técnica sobre el control de la liquidez de las instituciones de inversión colectiva (IIC) y una actuación de supervisión en coordinación con ESMA, así como la publicación de una guía técnica sobre ciberseguridad. También está previsto por ejemplo revisar la actividad publicitaria de las principales entidades extranjeras que operan en España en régimen de libre prestación de servicios de inversión y elaborar propuestas concretas sobre restricciones de la publicidad de productos especialmente complejos como los contratos por diferencias y las opciones binarias.

Por último, y respecto al ámbito de las **relaciones con los inversores y otras partes interesadas**, es reseñable que la CNMV mantiene el objetivo de diseñar y realizar pruebas de estrés en los fondos de inversión.

Además, sigue estando previsto elaborar un estudio que analice en qué medida las disposiciones fiscales están alineadas con los objetivos de la normativa relativa a distribución de productos financieros y, en general, a la prestación de servicios de inversión o, en materia de **educación financiera**, publicar una guía sobre competencias básicas de los inversores.

10.2 Actuación de la CNMV respecto a la actividad *fintech* y la ciberseguridad

La CNMV considera prioritario impulsar la innovación y el establecimiento de medidas y controles suficientes para afrontar el riesgo tecnológico en las infraestructuras y en las entidades que prestan servicios en los mercados de valores. Así se reflejaba en la estrategia para el bienio 2019-2020 y en el Plan de actividades de 2019, en el que se incluían objetivos relevantes en estas materias.

A continuación se describen las principales líneas en las que se ha trabajado durante el año 2019 en esta materia.

Portal Fintech

A través de este portal (*innovation hub*), creado en 2016, se ofrecen indicaciones de aplicación de la regulación a aquellos promotores de proyectos innovadores que, por su modelo de negocio, realizarían una actividad relacionada con los mercados de valores. Se trata de un espacio informal al que acuden tanto pequeñas empresas (*start-ups*) como departamentos de innovación de entidades del sector financiero ya consolidadas.

A partir de las consultas recibidas desde la creación del portal, se ha elaborado y publicado un documento de preguntas y respuestas más frecuentes que recopila las consultas más habituales relacionadas con las plataformas de financiación participativa (PFP), el asesoramiento y la gestión automatizados y los criptoactivos.

Este punto de contacto también permite a la CNMV conocer los nuevos servicios y productos basados en las nuevas tecnologías que se pueden llegar a ofrecer y el estado de la innovación en el sector financiero.

A continuación se detalla el número de consultas recibidas desde la creación del portal hasta el 31 de diciembre de 2019, desglosadas en función del tipo de proyecto asociado (verticales):

Consultas recibidas en el Portal Fintech

CUADRO 10.2.1

Verticales	N.º de consultas (31/12/19)
Plataformas de financiación participativa (PFP)	88
Criptoactivos y <i>blockchain</i>	97
<i>Token sales</i>	49
<i>Exchanges</i>	20
Otros	28
Asesoramiento y gestión automatizadas	49
Relación con el cliente	14
Proveedor de tecnología	19
Otros	73
Total	340

Fuente: CNMV.

En el año 2019 se recibieron 82 consultas¹, siendo las relacionadas con criptoactivos o con la tecnología *blockchain* las más frecuentes. Principalmente se remitieron cuestiones relativas a la emisión de *tokens* (18 consultas), ya que estas operaciones son susceptibles de ser consideradas emisiones de valores negociables en función de la naturaleza de los *tokens*.

Destacan a continuación las consultas relativas a la actividad de las PFP y la aplicación de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial. En marzo de 2019 se incluyeron tres nuevas cuestiones sobre estas plataformas en el documento de preguntas y respuestas más frecuentes.

Respecto al asesoramiento y la gestión automatizados, se recibieron un total de ocho consultas a través del portal. Se observa que se trata de un modelo de negocio en el que se está produciendo una notable innovación derivada de los servicios ofrecidos y de la incorporación cada vez más firme de la inteligencia artificial y del aprendizaje en estos algoritmos y procesos de asesoramiento y gestión.

Sandbox

La creación de un banco de pruebas —conocido como *sandbox*—, tal y como ha sido anunciado por el Gobierno español, permitirá que aquellos proyectos innovadores

1 Tras la publicación de las preguntas y respuestas se ha producido un descenso del número de consultas, puesto que muchas de las preguntas que se formulaban al principio ahora ya tienen respuesta en el documento publicado.

con suficiente grado de madurez y que ofrezcan beneficios para los inversores o para cualquiera de los participantes en los mercados de valores puedan probarse en un entorno controlado. Para ello, la CNMV organizará los recursos humanos y tecnológicos necesarios que permitan establecer para cada proyecto las condiciones concretas de prueba, su seguimiento y valoración. Para aquellos casos en los que un proyecto incluya actividades que afecten al ámbito de supervisión de varios supervisores, se deberán coordinar estas actuaciones de forma que permitan una prueba completa del mismo.

Ciberseguridad

Cumpliendo con los objetivos del Plan de actividades de 2019, la CNMV ha remitido un cuestionario sobre ciberseguridad a las entidades bajo su supervisión (ESI y SGIIC).

El objetivo de esta actividad es conocer el estado de ese tipo de entidades en cuanto a las medidas y los controles implementados para afrontar el riesgo tecnológico. Con esta información, la CNMV elaborará guías o buenas prácticas para el sector. Esta actuación se ha llevado a cabo en colaboración con el Centro Criptológico Nacional, que, adicionalmente, ha impartido sesiones de concienciación en materia de ciberseguridad al personal de la CNMV.

Ciberseguridad

RECUADRO 23

La Comisión Europea en el Plan Fintech publicado en 2018¹ incluye, como una de las tres líneas de actuación, el aumento de la ciberseguridad mediante la autorregulación de los participantes del mercado y la supervisión de las autoridades. En concreto, el Plan pone de manifiesto la existencia de barreras para el intercambio de información sobre ciberamenazas en el sector financiero y considera que sería de gran interés la práctica de pruebas de resiliencia a nivel europeo. Desde las autoridades europeas (ESMA, EBA e EIOPA) se está trabajando en estos aspectos, con el objetivo de que todos los países miembros afronten estas responsabilidades de forma eficiente y armonizada.

La norma comunitaria fundamental en esta materia es la Directiva NIS², que establece medidas destinadas a garantizar un elevado nivel común de seguridad de las redes y los sistemas de información en la Unión Europea. La implementación de esta directiva y sus desarrollos reglamentarios define las necesidades de comunicación de incidentes a los CSIRT³ correspondientes, los roles y las responsabilidades que la industria y las autoridades deben afrontar, así como las colaboraciones que deben establecerse entre los países de la Unión Europea.

Recientemente, la Comisión Europea, consciente de la relevancia de esta cuestión en el sector financiero, ha publicado una consulta⁴ que tiene como objetivo recabar opiniones sobre cómo mejorar los requisitos de gestión de los riesgos de seguridad y de las tecnologías de la información y las

comunicaciones (TIC) en las diferentes normativas sobre servicios financieros de la Unión Europea o cómo armonizar la notificación de incidentes de TIC en este sector.

En línea con las iniciativas comunitarias, la CNMV considera prioritario que las entidades que se encuentran bajo su ámbito de supervisión tengan implementadas las medidas y los controles necesarios en materia de riesgo tecnológico. En este sentido, y dando cumplimiento a uno de los objetivos previstos en el Plan de actividades de 2019, la CNMV ha remitido a las empresas de servicios de inversión y a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva un cuestionario en el que se tratan los principales asuntos, tanto organizativos como operativos, en este ámbito. Con esta iniciativa se persigue obtener una visión completa y global del estado de este sector en lo relativo a la ciberseguridad.

Si bien existe una gran heterogeneidad entre estas entidades y, por tanto, debe aplicarse el principio de proporcionalidad en cuanto a las medidas y los controles que cada una de ellas ha de implementar, existen determinados aspectos básicos que todas las entidades deben tener en cuenta. El cuestionario pretende conocer dichos aspectos en lo referente a:

- Los recursos dedicados por la entidad a esta materia.
- El marco organizativo (es decir, los procedimientos, las políticas y las responsabilidades).
- Aquellos aspectos operacionales que permiten gestionar el riesgo de forma adecuada.
- Las medidas adoptadas respecto a los proveedores de servicios, con especial indicación de los servicios en la nube.
- Las medidas de protección que la entidad tiene implementadas relativas a la ciberseguridad y a la protección de datos.

La información que se recabe a través del cuestionario permitirá disponer de un mejor conocimiento de la situación de estas entidades en lo relativo a ciberseguridad y establecer buenas prácticas, guías y recomendaciones que posibiliten aumentar la resiliencia en los mercados de valores.

1 *FinTech action plan: For a more competitive and innovative European financial sector.*
2 Directiva (UE) 2016/1148 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de julio de 2016, relativa a las medidas destinadas a garantizar un elevado nivel común de seguridad de las redes y sistemas de información en la Unión.
3 Equipo de respuesta a incidentes de seguridad informática / *Computer Security Incident Response Team.*
4 *Consultation document. Digital Operational Resilience Framework for financial services: Making the EU financial sector more secure.*

Formación interna

Además de las sesiones sobre ciberseguridad, durante el año 2019 se han organizado cursos de formación específicos dirigidos a todo el personal acerca de nuevas tecnologías, concretamente sobre *blockchain* (las primeras sesiones tuvieron lugar en 2018) y *roboadvisor* (asesoramiento y gestión automatizados).

Estas sesiones tienen una orientación eminentemente práctica y enfocada a aportar elementos de apoyo en los procesos de autorización y supervisión de actividades que utilizan estas tecnologías y se encuadran dentro de una estrategia de formación que pretende abarcar las diferentes tecnologías y modelos de negocio innovadores que están siendo utilizados en el sector financiero.

10.3 Actividad de asesoramiento en proyectos normativos y otras solicitudes de información

Tal como prevé el artículo 17.3 la Ley del Mercado de Valores, la CNMV asesora al Gobierno y al Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital 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 2019 la CNMV ha analizado y remitido observaciones en relación con diversos proyectos normativos, aunque la mayoría de ellos no han podido aprobarse durante el año al verse afectada la actividad parlamentaria por la celebración de elecciones generales. Es previsible que estos proyectos se tramiten durante 2020. Entre ellos, cabe citar el **establecimiento de un *sandbox* regulatorio** para facilitar la innovación en los servicios financieros, 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 tenía lugar en 2019: la **Directiva sobre derechos de los accionistas**², el **Reglamento de titulización**³ y el nuevo **Reglamento de folletos**⁴.

La CNMV también colaboró en un plano técnico, en particular con el Ministerio de Hacienda, en diversos aspectos de un posible «impuesto sobre las transacciones financieras» similar al existente en países como Francia e Italia (y en línea con el modelo en el que están trabajando también parte de los Estados miembros, entre ellos Alemania, en régimen de cooperación reforzada). El nuevo impuesto gravaría, salvo en ciertos casos, las adquisiciones de acciones de las principales sociedades cotizadas españolas, tanto si se producen en España como fuera de España.

A nivel de normativa europea, se ha colaborado con la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional en el **Reglamento relativo a la promoción del uso de los**

2 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.

3 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.

4 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.

mercados pyme en expansión⁵, que se aprobó a finales de 2019 y modifica determinados aspectos del 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 2019 la CNMV ha recibido más de una treintena de solicitudes de información procedentes del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, de las cuales cinco corresponden a iniciativas y preguntas parlamentarias sobre diversos asuntos.

El plan de transformación digital de la CNMV

RECUADRO 24

En los últimos años se están incorporando nuevas tecnologías en prácticamente todos los sectores y otras ya conocidas están evolucionando de forma que ofrecen soluciones suficientemente maduras para aplicarse en diversos modelos de negocio. Las Administraciones públicas no pueden ser ajenas a este fenómeno y gran parte de ellas están afrontando lo que se denomina *proceso de transformación digital*.

La CNMV ha comenzado también un proceso de transformación digital para convertirse en una institución digital más eficaz, eficiente, transparente y segura, mediante la incorporación de las nuevas tecnologías, todo ello con el objetivo de lograr una mejor ejecución de sus fines (supervisar el mercado, promover la protección del inversor, impulsar la competitividad de los mercados financieros españoles y potenciar la educación financiera de los ciudadanos).

Para ello, está diseñando un plan integral que pretende apoyarse en un uso más intensivo de los datos, implantar nuevas herramientas de trabajo y evolucionar hacia canales más digitales de acceso a la información y de interacción con sus supervisados e inversores. Todo ello tendrá como pilar fundamental el tratamiento y análisis de datos mediante el uso de herramientas y medios tecnológicos avanzados, que podrán incorporar procesos de inteligencia artificial y aprendizaje que automaticen procesos y ayuden en las tareas de supervisión y protección al inversor. Se trata de impulsar un proceso global que concierne a la tecnología pero que también va a repercutir en la cultura organizativa, va a reajustar procesos de trabajo y va a cambiar la forma en que las diferentes áreas de la organización interactúan con su entorno.

Este plan va encaminado a mejorar el desempeño organizativo fomentando formas de trabajar más eficientes que permitan mejorar las funciones supervisoras, pero también a dar respuesta a las demandas tecnológicas que el sector financiero y, en concreto, los inversores, las infraestructuras y las entidades que ofrecen servicios de inversión vienen planteando. En este sentido, se propondrán nuevas formas de comunicarse con el supervisor y de compartir información, favoreciendo la creación de iniciativas orientadas al cumplimiento normativo (*regtech*) y de nuevos servicios.

5 Reglamento (UE) 2019/2115 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, por el que se modifican la Directiva 2014/65/UE y los Reglamentos (UE) n.º 596/2014 y (UE) 2017/1129 en relación con el fomento del uso de los mercados de pymes en expansión.

Este proceso está siendo impulsado por parte de los máximos responsables de la institución, que conforman el Comité de Transformación Digital, desde el que se aprobarán iniciativas que se enmarquen en la ambición digital de la CNMV. Se ha creado también una Oficina de Transformación Digital para gestionar y seguir los proyectos que sirvan para la ejecución de dichas iniciativas. La formación va a jugar un papel muy relevante en este camino, orientada no únicamente a la tecnología, sino especialmente a un cambio cultural global que facilite acometer nuevos proyectos. El proceso de transformación digital tiene un horizonte temporal de cuatro años, si bien es el inicio de un camino de continua revisión del estado de madurez digital y de propuestas de mejora.

Todo esto no implica, como es obvio, que la CNMV pretenda transformarse en el sentido de cambiar sus líneas de actuación como supervisor, que le vienen dictadas en la Ley del Mercado de Valores. Lo que se pretende es optimizar los recursos y las tareas, así como digitalizar sus actuaciones y servicios.

10.4 Medidas de desempeño y actividad de la CNMV (Key Performance Indicators)

En 2018, de acuerdo con lo previsto en su Plan de actividades para dicho ejercicio, la CNMV comenzó a elaborar una serie de indicadores de rendimiento (*Key Performance Indicators*, KPI) —también conocidos como medidores de desempeño—, a los que se añadió una serie de indicadores de actividad. La publicación de dichos indicadores tiene por objeto aumentar la transparencia respecto de las actividades que lleva a cabo la institución, evaluar su desempeño y servir como base para mejorar la eficiencia de los procesos.

Una vez definidos los primeros indicadores de rendimiento y actividad, publicados en el Informe anual correspondiente al ejercicio 2018, durante 2019 se ha procedido a identificar otros indicadores relevantes, entre los que cabe citar los relativos a sistemas de información, el número de requerimientos enviados o los informes elaborados en el ámbito de los mercados.

A continuación se recogen los principales indicadores que reflejan la actividad de la CNMV en 2019. Los datos de 2018 se presentan a efectos comparativos.

Indicadores de rendimiento

CUADRO 10.4.1

CNMV: Aspectos
organizativos, económicos
e institucionales
Estrategia de la CNMV

Ámbitos	Indicador	
	2018	2019
Autorización e inscripción de FI	105 expedientes	123 expedientes
Plazo medio total ¹	1,2 meses ²	1,1 meses ²
Autorización de prestadores de servicios (SGIIC, SGEIC, ESI y PFP)	48 expedientes	45 expedientes
Plazo medio desde la última documentación ³	0,8 meses ⁴	0,4 meses ⁴
Plazo medio total desde el momento de la solicitud inicial ⁵	8,1 meses	7,8 meses
Correspondientes:		
Al promotor	3,1 meses	2,5 meses
A la CNMV	3,8 meses	2,9 meses
A trámites de informe de otras autoridades	1,2 meses	2,4 meses
Emisiones de renta fija para mayoristas	256 expedientes	263 expedientes
Porcentaje procesadas en plazo comprometido ⁶	96,9	90,5
Reclamaciones de inversores	1.018	1.077
Porcentaje de reclamaciones concluidas en el año respecto de las presentadas ese año y las pendientes del anterior	84,2	81
Plazo medio de resolución de reclamaciones	75 días	81 días
Consultas de inversores	10.772	7.560
Plazo medio de contestación a consultas	21 días	22 días
Expedientes sancionadores		
Plazo medio en la tramitación de expediente sancionador	180 días naturales	179 días naturales
Plazo medio en la tramitación de las solicitudes de colaboración con los tribunales:		
Remisión a la D.G. competente	4 días naturales	4 días naturales
Remisión final al tribunal	15 días naturales	8 días naturales
Solicitudes de colaboración internacional		
Plazo medio de contestación	50 días	32 días
Excluidas las comunicaciones de operaciones sospechosas		
Plazo medio de contestación recibidas	53 días	36 días
Plazo medio de contestación enviadas	72 días	58 días
Comunicaciones de operaciones sospechosas		
Plazo medio de tramitación recibidas	6 días	3 días
Plazo medio de tramitación enviadas	101 días	43 días

Fuente: CNMV. (1) El plazo máximo legal es de 2 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, por la CNMV para su análisis y para la obtención de informes preceptivos (de otros supervisores o del SEPBLAC). (6) Incluye esencialmente 3 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 ellas no requiere comentarios, por lo que se realizan en su integridad en 3 días o menos.

Indicadores de actividad

CUADRO 10.4.2

Ámbitos	Indicador	
	2018	2019
Instituciones de inversión colectiva/entidades de capital riesgo		
Número de requerimientos		
Por información fuera de plazo	511	538
Solicitudes de información	121	151
Medidas correctoras o recomendaciones	610	622
Otras comunicaciones	79	153
Número de actuaciones (incluidas inspecciones)	218 (de las que 14 son inspecciones)	223 (de las que 11 son inspecciones)
Mercados		
Número de requerimientos		
Renta variable	n.d.	107
Cumplimiento y desarrollo	n.d.	42
Derivados	n.d.	4
Renta fija	n.d.	0
Número de informes	n.d.	175
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	40,5
Infracciones		
Número de comunicaciones de posibles infracciones (comunicaciones que pueden ser anónimas)		
Incluyendo elementos fácticos susceptibles de constituir posibles infracciones	525	464
Sin elementos fácticos suficientes	316	305
	209	159
Expedientes sancionadores		
Número de expedientes sancionadores:		
Abiertos	21	18
Concluidos	23	17
Multas	39	39
Publicaciones periódicas		
	14	14
Informe anual	1	1
Boletín trimestral	4	4
Nota de estabilidad financiera	4	4
Memoria anual de reclamaciones y consultas	1	1
Informe anual de gobierno corporativo (IAGC)	1	1
Informe de supervisión de las cuentas anuales	1	1
Informe anual sobre remuneraciones de consejeros (IARC)	1	1
Intermediación financiera no bancaria en España	n.d.	2
Plan de actividades	1	1
Artículos descriptivos o de investigación en materias de interés para la CNMV		
	12	13
Contenidos en el Boletín trimestral	11	11
Documentos de trabajo	1	2
Seminarios		
	13	11
Internos	4	1
Abiertos	9	10

Indicadores de actividad (continuación)

CUADRO 10.4.2

CNMV: Aspectos
organizativos, económicos
e institucionales
Estrategia de la CNMV

Ámbitos	Indicador	
	2018	2019
Publicaciones estadísticas		
Estadísticas del mercado primario de valores	4	4
Estadísticas de colocaciones de programas de pagarés registrados en la CNMV	4	4
Estadísticas sobre la información económica y financiera de los fondos de titulización	4	1
Estadísticas sobre los fondos de titulización de activos	12	12
Estadísticas sobre instituciones de inversión colectiva	4	4
Estadísticas sobre empresas de servicios de inversión	12	12
Estadísticas sobre gobierno corporativo de las sociedades cotizadas	1	1
Estadísticas sobre remuneración de los consejeros de sociedades cotizadas	1	1
Anexo estadístico del Boletín trimestral	4	4
Anexo estadístico del Informe anual	1	1
Series públicas actualizadas	30.558	31.217
Relaciones institucionales		
Número de solicitudes del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital tramitadas: iniciativas y preguntas parlamentarias, conformidades internas, otros informes	116	71
Número de proyectos normativos en los que se ha asesorado	16	14
Número de intervenciones o comparecencias públicas	66	82
Presidente	44	42
Vicepresidenta	20	38
Consejeros	2	2
Número de consultas recibidas a través del Portal Fintech	128	82
Número de informes remitidos al Comité Consultivo para su valoración	25	16
Educación financiera		
Programa de Educación Financiera en centros educativos		
Número de centros	762	472
Número de docentes	885	660
Número de alumnos	26.772	22.939
Red de colaboradores del Programa de Educación Financiera: número de acuerdos de colaboración alcanzados	33	42
Día de la Educación Financiera: número de eventos y actividades realizadas y coordinadas para ese día	129	125
Publicaciones en web y en redes sociales (noticias, infografías, etc.)		
Posts colgados	35	79
Facebook	50	215
Twitter	167	325
Sección del inversor	8	11
Número de correos electrónicos	72.000	77.600
Registro General		
Entradas		
Registro de entrada en papel	14.632	12.045
Registro de entrada electrónico	130.614	125.729
Registros electrónicos recibidos por el Sistema de Intercambio Registral (SIR)	579	1.076

Indicadores de actividad (continuación)

CUADRO 10.4.2

Ámbitos	Indicador	
	2018	2019
Salidas	163.180	160.584
Registro de salida en papel	24.157	21.756
Registro de salida electrónico	139.023	138.828
Consultas recibidas y respuestas emitidas relativas a los registros oficiales	n.d.	1.195
Certificados de inscripción en los distintos registros oficiales	n.d.	563
Gestión económica		
Número de liquidaciones de tasas emitidas	23.133	20.681
Número de facturas de proveedores	2.392	2.134
Actividad internacional		
Solicitudes de colaboración internacional	252	452
Recibidas	156	253
Enviadas	96	199
Número de actuaciones desarrolladas	1.190	2.159
Recibidas	742	1.064
Enviadas	448	1.095
Solicitudes de colaboración internacional (excl. comunicaciones de op. sospechosas)	175	237
Número de actuaciones desarrolladas	1.015	1.455
Recibidas	100	95
Número de actuaciones desarrolladas	627	537
Enviadas	75	142
Número de actuaciones desarrolladas	388	918
Comunicaciones de operaciones sospechosas	77	215
Número de actuaciones desarrolladas	175	704
Recibidas	56	158
Número de actuaciones desarrolladas	115	527
Enviadas	21	57
Número de actuaciones desarrolladas	60	177
Número de técnicos que asisten a reuniones internacionales	91	96
Asistencia a reuniones internacionales	401	470
ESMA	212	225
IOSCO	52	65
Unión Europea	57	81
Colegios	12	9
Otros foros	68	90
Asistencia de personal a cursos	27	25
Sistemas		
Ordenadores en puestos de trabajo	n.d.	532
Número de portátiles	n.d.	350
Productos de <i>software</i> adquiridos con licencia	n.d.	75
Aplicaciones de usuario final desarrolladas y en producción	n.d.	257
Ficheros recibidos por el registro electrónico y tratados automáticamente	n.d.	108.683
Trámites disponibles en la sede electrónica	n.d.	69
Usuarios del servicio CIFRADO (para entidades supervisadas) de la sede electrónica	n.d.	1.716

Fuente: CNMV.

11 Organización

11.1 Recursos humanos y organización

Evolución de la plantilla y procesos de selección de personal

A finales de 2019 la CNMV contaba con una plantilla de 441 empleados. Durante el ejercicio se produjeron 15 altas y 20 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

	2018			2019		
	Total	Hombres	Mujeres	Total	Hombres	Mujeres
Personal de servicios	8	8	–	8	8	–
Administrativos y operadores informáticos	59	11	48	54	10	44
Técnicos	354	165	189	354	164	190
Dirección	25	17	8	25	17	8
Total	446	201	245	441	199	242

Fuente: CNMV.

Durante 2019 se han llevado a cabo varios procesos selectivos, según lo previsto en la Oferta de Empleo Público correspondiente, que han tenido como objetivo cubrir las bajas producidas en 2017 y 2018, dado que, como se observa en el gráfico 11.1.1, después de lograr un crecimiento neto de plantilla en ambos años, durante 2019 la plantilla ha decrecido un 1,1 %.

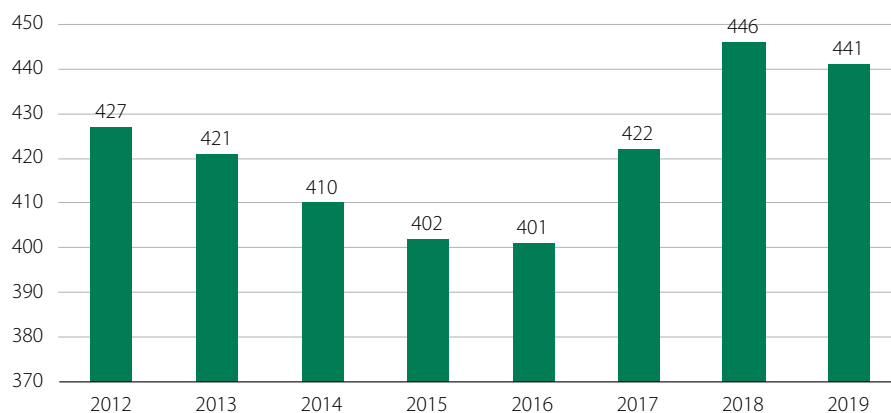
Como resultado de la Oferta de Empleo Público de 2017, se finalizaron 3 procesos de selección durante el año, para cubrir 4 plazas de técnicos para varias direcciones y departamentos de la CNMV: 1 plaza para el Departamento de Informes Financieros y Corporativos, 1 plaza para Régimen Interno-Secretaría General y 2 plazas para Recursos Humanos-Secretaría General. Los candidatos seleccionados se incorporaron entre el último trimestre del año 2019 y comienzos de 2020.

En lo concerniente a la Oferta de Empleo Público de 2018, autorizada para la cobertura de un total de 15 plazas, se han iniciado 3 procesos de selección durante el segundo semestre del año, para cubrir plazas de personal administrativo y técnico en diferentes departamentos: 6 plazas de personal laboral administrativo para varias direcciones y departamentos, 3 plazas para técnicos especialistas en medición de riesgos y técnicas cuantitativas de empresas de servicios de inversión (ESI) y entidades de contrapartida central (ECC) y 6 plazas de técnicos para varias direcciones y

departamentos de la CNMV. Tanto los procesos de selección como la incorporación de candidatos se están llevando a cabo durante 2020.

Evolución de la plantilla de la CNMV

GRÁFICO 11.1.1



Fuente: CNMV.

Además, dentro de la Oferta de Empleo Público de 2019, autorizada para la cobertura de un total de 9 plazas, se ha iniciado 1 proceso de selección durante el segundo semestre del año, para cubrir 7 plazas de técnicos para el Departamento de Sistemas de Información. Tanto el proceso de selección como la incorporación de candidatos se llevarán a cabo durante 2020.

En el segundo semestre del año se autorizó la cobertura de un puesto de técnico de estadística, adscrito al Departamento de Estudios y Estadísticas, dirigida a funcionarios procedentes del Cuerpo de Diplomados en Estadística del Estado. El proceso de selección y la incorporación se ha realizado en 2020, pero no ha dado lugar a ninguna contratación.

Con el objetivo de promover y facilitar la movilidad interna, durante este ejercicio también se realizaron 10 convocatorias de selección internas, ofertando un total de 11 plazas, para la cobertura de puestos de subdirector, técnico y secretario para diferentes departamentos.

Distribución del personal por departamentos

CUADRO 11.1.2

Número de empleados a fin de cada ejercicio

	2018			2019		
	Total	Hombres	Mujeres	Total	Hombres	Mujeres
Direcciones generales	348	139	188	346	153	193
Entidades	130	57	73	128	56	72
Mercados	122	57	65	121	56	65
Servicio jurídico	44	18	26	44	19	25
Política estratégica y asuntos internacionales	52	21	31	53	22	31
Departamentos	86	45	41	84	43	41
Presidencia, Vicepresidencia y Consejo	12	3	9	11	3	8
Total	446	201	245	441	199	242

Fuente: CNMV.

Acciones formativas

En el marco de su programa de formación, la CNMV puso en marcha durante 2019 diversas iniciativas, entre las que cabe destacar las siguientes:

- Acciones formativas desarrolladas e impartidas en colaboración con diferentes escuelas y centros de formación especializados. Se impartieron un total de 2.841 horas de formación (45 % de la formación total impartida), en las que participó el 68 % de la plantilla.
- Acciones formativas impartidas internamente, en las que participó un 47 % de la plantilla. Se impartieron un total de 1.661 horas.
- Acciones formativas internacionales, planificadas e impartidas por ESMA, en las que participaron 37 empleados de la CNMV.

El programa de formación supuso en 2019 un total de 50 acciones formativas y 6.363 horas de formación. El promedio de horas de formación por empleado fue de 14 horas y el 80 % de la plantilla participó en alguna de las acciones formativas planificadas.

Distribución de la formación por área formativa

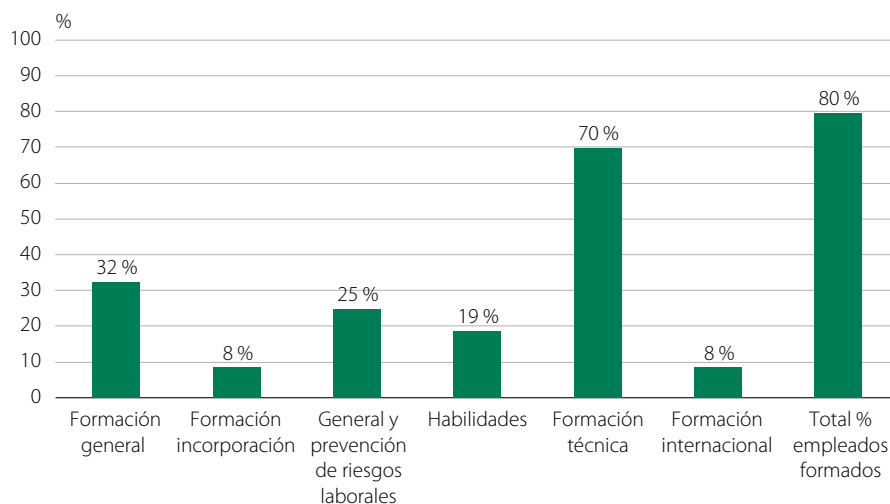
CUADRO 11.1.3

	N.º participantes	Empleados formados (% sobre plantilla)	Horas de formación
Formación general	160	32	1.093
Habilidades	83	19	83
Formación técnica	610	70	4.396
Formación internacional	41	8	791
Total	894	80	6.363

Fuente: CNMV.

Empleados formados por tipo de formación

GRÁFICO 11.1.2



Fuente: 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 10.932 horas de formación, lo que supone un promedio de 24,5 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.

Distribución del programa de idiomas. 2019

CUADRO 11.1.4

	N.º de participantes	% participación sobre plantilla ¹	Horas de formación impartidas
Programa de idiomas 2018-2019	266	48	10.932
Programa anual inglés	196	44	8.626
Programa anual otros idiomas	37	7	967
Programa idiomas de verano	33	8	1.339

Fuente: CNMV. (1) Empleados formados sobre plantilla.

Otras iniciativas destacadas en el ámbito de los recursos humanos

Durante el año 2019, el número de empleados que ha participado en el programa de teletrabajo ha sido de 94.

Además, durante este ejercicio se han publicado cuatro números de la revista interna *Entre Nosotr@s* para la difusión de información en materia de recursos humanos entre los empleados de la CNMV.

En el último trimestre del año, se llevó a cabo el VIII Concurso de Dibujo de la CNMV bajo la temática de «La Navidad». En esta nueva edición, el número de participantes fue de 103 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

A principios de este año ha comenzado la negociación del I Convenio Colectivo de la CNMV.

El presidente de la CNMV nombró con fecha 20 de noviembre de 2019 a Jorge Pereiró Couceiro como director del Departamento de Mercados Primarios.

El Consejo de la CNMV, en su sesión de 19 de diciembre, acordó la modificación del Reglamento de Régimen Interior de la Comisión.

El nuevo reglamento, entre otros aspectos, ha introducido novedades relevantes en el régimen aplicable a la operativa con instrumentos financieros del personal, alineándolo en mayor medida con el de organismos homólogos europeos y refuerza la protección jurídica de los empleados cuando actúan en el ejercicio de sus funciones. El

nuevo reglamento actualiza también referencias normativas y algunos aspectos organizativos e introduce varias mejoras de técnica normativa.

11.2 Sistemas de información

Introducción

Para cumplir con las funciones que tiene encomendadas en el Reglamento de Régimen Interior de la CNMV (capítulo 33, punto 2), el Departamento de Sistemas de Información se estructura en dos áreas: Desarrollo e Infraestructura.

El área de Desarrollo se encarga fundamentalmente de:

- Planificar, diseñar, programar, implantar y mantener las aplicaciones informáticas utilizadas en la CNMV.
- Gestionar la sede electrónica de la institución.
- Supervisar los sistemas de información de los mercados de valores.
- Dirigir y gestionar los proyectos informáticos de ámbito internacional.

El área de Infraestructura se encarga fundamentalmente de:

- Planificar, probar, instalar y mantener los equipamientos físicos, lógicos y de comunicaciones de las infraestructuras informáticas.
- Solicitar ofertas, evaluar y proponer la selección en los procedimientos de adquisición de elementos informáticos.
- Gestionar las comunicaciones de datos y voz fija y móvil.

Información recibida

La CNMV recibe información de los diferentes intervinientes en los mercados de valores:

- Emisores de valores: folletos, derechos de voto, información económica periódica, hechos relevantes, cuentas anuales, auditorías, etc.
- Empresas de servicios de inversión: datos registrales, estados financieros, operaciones realizadas, auditorías, etc.
- Mercados financieros.
- Sistemas de liquidación.
- Instituciones de inversión colectiva: datos registrales, estados financieros, folletos, reglamentos, estatutos, etc.
- Otros reguladores.

En tiempo real se reciben las operaciones realizadas en las bolsas de valores y en el Mercado Español de Futuros y Opciones Financieros (MEFF).

Como se comentará más adelante, un porcentaje superior al 90 % de la información se recibe a través del registro electrónico.

La información recibida más voluminosa es la referente a las operaciones realizadas por los intermediarios financieros.

Las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito que ejecutan operaciones sobre instrumentos financieros deben comunicar los datos completos y exactos de esas operaciones a la autoridad competente (en el caso español, la CNMV) con la mayor brevedad, al amparo del artículo 26 del Reglamento (UE) 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros (MiFIR). Este artículo de MiFIR tiene su desarrollo complementario en el Reglamento Delegado (UE) 2017/590 de la Comisión, de 28 de julio de 2016, por el que se completa en lo que se refiere a las normas técnicas de regulación relativas a la comunicación de operaciones a las autoridades competentes. A su vez ESMA ha publicado unas instrucciones de reporte (*MiFIR transaction reporting instructions*) que incluyen los formatos de los ficheros definidos para la comunicación, así como las validaciones aplicables a estos (*validation rules*), para facilitar el desarrollo de los sistemas a implementar y los procedimientos de comunicación.

Para la correcta comunicación de las operaciones a la CNMV las entidades utilizan el servicio CIFRADO, disponible en la sede electrónica de la CNMV. En caso de que la comunicación no la haga directamente la entidad, sino que la realice a través de una sociedad rectora del mercado o un sistema de información autorizado por la CNMV u otra autoridad competente, se utilizan los sistemas establecidos al efecto. En todos los casos la información se recibe en el formato electrónico definido por ESMA y con la firma correspondiente.

Toda la información recibida de los intervinientes en los mercados junto con la generada internamente son la base de las aplicaciones informáticas utilizadas en la CNMV para el cumplimiento de sus funciones:

- Seguimiento de expedientes y registros oficiales (entidades, folletos, derechos de voto, auditorías, etc.).
- Seguimiento y alarmas en tiempo real de los mercados.
- Supervisión de la actividad de los mercados y las entidades.
- Análisis económicos y financieros de distintos tipos.
- Inspección.
- Difusión de información a los inversores y a otras instituciones y entidades.
- Elaboración de estudios y estadísticas.
- Gestión de consultas y reclamaciones de inversores.
- Cálculos de tasas, etc.

Difusión de información

El principal canal de difusión de información por parte de la CNMV es su página web: www.cnmv.es. Sus principales secciones son:

- Sobre la CNMV. Información institucional.
- Sala de prensa: notas de prensa y otra información al sector.
- Comunicaciones públicas.
- Consulta de hechos relevantes.
- Consultas a registros oficiales.
- Consulta de folletos registrados.
- Sección específica para inversores.
- Legislación, publicaciones y otros contenidos.

Otros canales establecidos de distribución de información son:

- Servicio a través de un servidor FTP (*File Transfer Protocol*) para difusores profesionales. La información difundida es:
 - Información financiera intermedia, derechos de voto y auditorías de sociedades emisoras.
 - Hechos relevantes en tiempo real.
 - Variaciones en los códigos ISIN de los valores registrados en la Agencia Nacional del Mercado de Valores.
- Servicio a través de un servidor FTP a disposición de las gestoras de instituciones de inversión colectiva con información necesaria para la realización de los traspasos.
- Servicio a través de un servidor FTP para el Banco de España con información muy diversa, tanto por su contenido como por su periodicidad, referente a las entidades supervisadas por la CNMV.
- Diversos servicios web con información sobre códigos ISIN, hechos relevantes, etc.

Actividad anual

Con el fin de mejorar los servicios que el Departamento de Sistemas de Información presta al resto de unidades de la CNMV, se ha contratado la elaboración de un plan estratégico global de sistemas de información.

El plan debe definir los objetivos, las directrices y las líneas de actuación en materia de sistemas de información e infraestructura informática y de comunicaciones.

El objeto del plan es optimizar y modernizar el entorno tecnológico de manera que se ajuste a las necesidades presentes de la CNMV y a las que se prevén en los próximos tres años.

El plan a elaborar debe definir las líneas de actuación encaminadas a:

- Identificar las herramientas *hardware* y *software* más apropiadas para llevar a cabo las distintas funciones que deben realizar los sistemas de información de la CNMV.
- Establecer los procedimientos de utilización de las herramientas indicadas en el punto anterior.
- Optimizar los recursos tecnológicos para garantizar la calidad, disponibilidad y continuidad de los servicios que proporcionan las tecnologías de la información.
- Identificar las acciones y los proyectos que abordar para llevar a cabo el plan definido, con la estimación de costes, tiempo y recursos necesarios.

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 la aplicación de la Directiva MiFID II —principalmente el proyecto sobre TR (*transaction reporting*)—. Se continuó con el desarrollo de consultas y nuevas funcionalidades que tienen como fuente principal los datos recibidos de los diferentes intervinientes en los mercados y de otras autoridades. También se realizaron parte de los test de calidad de la información recibida definidos por ESMA.
- ii) Nueva versión de la aplicación de seguimiento de expedientes del Departamento de Autorización y Registro de Entidades. Dada la obsolescencia de la aplicación, se consideró que era necesario reprogramarla totalmente con funcionalidades y con tecnología nuevas para tratar de agilizar en lo posible la tramitación de los expedientes.
- iii) Nuevo registro de agentes de empresas de asesoramiento financiero (EAF). La normativa obliga a la CNMV a tener un registro de agentes de las EAF. Se han desarrollado los módulos correspondientes y unas funcionalidades similares a las ya disponibles para los agentes de ESI y sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC).
- iv) Gestión de estados de gestoras extranjeras. La nueva normativa obliga a las gestoras extranjeras registradas a enviar sus estados financieros a la CNMV. Se desarrolló el trámite en la sede electrónica para el envío de la información por parte de las gestoras y la aplicación interna para la recepción, la validación, el control y la gestión de la información recibida.

- v) Implantación de la nueva aplicación de gestión de folletos del Departamento de Mercados Primarios. La variedad de folletos a tratar y la complejidad de las funcionalidades necesarias para que el departamento cumpla con las funciones que tiene encomendadas, así como los cambios normativos, han complicado mucho el desarrollo de la nueva versión de la aplicación finalizada en 2019.
- vi) Publicación automática de las comunicaciones de derechos de voto de las entidades emisoras. Hasta finales de 2019, las comunicaciones de derechos de votos se publicaban en la web de la CNMV, una vez verificadas por los técnicos del Departamento de Informes Financieros y Corporativos.
- vii) Acceso a los titulares de valores inscritos en el Registro Mercantil. Tras la firma del convenio entre la CNMV y el Colegio de Registradores, se desarrollaron las funcionalidades necesarias para acceder al canal de difusión establecido para el acceso a los titulares de valores inscritos en el Registro Mercantil.

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 91 % de los documentos recibidos y el 86 % de los enviados se han transmitido a través del registro electrónico. Un volumen importante de los registros de entrada y salidas en papel corresponden a las reclamaciones, consultas y quejas que presentan las personas físicas, que no están obligadas a la presentación en soporte electrónico y, por tanto, tampoco a la recepción de documentos electrónicos.

Entrada y salida de documentos de la CNMV

CUADRO 11.2.1

	2018		2019	
	Número	%	Número	%
Entrada				
Total	145.825	100	137.774	100
Electrónicos	130.612	90	125.729	91
Papel	15.213	10	12.045	9
Salida				
Total	163.180	100	160.584	100
Electrónicos	138.722	85	138.828	86
Papel	24.458	15	21.756	14

Fuente: CNMV.

El grueso de la financiación de la CNMV proviene de las tasas que recauda de las entidades supervisadas, según los conceptos y las 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 2019, la recaudación por tasas experimentó un descenso del 2,9 %, motivado fundamentalmente por la disminución en las tasas de supervisión de mercados. Por otro lado, los gastos de gestión ordinaria aumentaron un 8,1 % respecto del año anterior.

12.1 Ingresos y gastos

La CNMV obtuvo en 2019 unos ingresos totales de 63,3 millones de euros e incurrió en unos gastos de 48,6 millones, con lo que el excedente del ejercicio fue de 14,7 millones de euros; esto supone un descenso del 30,1 % respecto del año anterior.

El resultado de la gestión ordinaria ascendió a 13,9 millones. Por una parte, los ingresos ordinarios, que proceden en su mayor parte del cobro de tasas, alcanzaron un importe de 61,4 millones de euros, un 3,1 % menos que en el ejercicio 2018. Por otra parte, los gastos de gestión ordinaria ascendieron a 47,5 millones de euros y aumentaron un 8,1 % respecto del ejercicio anterior. Los correspondientes a personal, que representaron el 69,9 % del total de gastos ordinarios, experimentaron un incremento del 7,2 %, derivado del aumento de la plantilla media y de la subida salarial prevista en el Real Decreto-ley 24/2018, de 21 de diciembre, por el que se aprueban medidas urgentes en materia de retribuciones en el ámbito del sector público.

El resto de gastos de gestión ordinaria aumentaron un 10,1 % respecto de 2018. Dicho incremento se centró en el epígrafe de suministros y servicios exteriores, que registró un importe de 9,4 millones de euros y un crecimiento del 14,0 %, procedente de partidas como servicios de información, servicios profesionales independientes o gastos de investigación y desarrollo (aplicaciones informáticas en curso), que aumentaron por la contratación de nuevos servicios para mejorar la eficiencia de la CNMV en el cumplimiento de las funciones que tiene atribuidas y avanzar en la modernización tecnológica de la institución.

El resultado de las operaciones financieras refleja un saldo de 0,7 millones de euros.

Con fecha 11 de octubre de 2019, el Gobierno, a propuesta de la CNMV, acordó la distribución del resultado obtenido en el ejercicio 2018 y estableció el ingreso al Tesoro Público de la totalidad del mismo, cuyo importe asciende a 20.962.503,81 euros.

12.2 Estructura de tasas

Como se aprecia en el cuadro 12.2.1, que refleja los tipos de tasas establecidas para los diferentes servicios que realiza la CNMV, los ingresos por tasas disminuyeron en 2019 un 2,9 % respecto del ejercicio anterior.

Esta disminución se explica, fundamentalmente, por el descenso en lo recaudado por las tasas por supervisión de la actividad de los mercados (-12,3 %).

Ingresos por tasas en la CNMV

CUADRO 12.2.1

Actividad o servicio	2018	2019	% var. 19/18
Inscripción de folletos y entidades	9.531,3	9.520,2	-0,1
Inscripción de folletos	3.334,5	3.773,3	13,2
Folletos de emisión	273,8	363,4	32,7
Folletos de admisión	3.060,7	3.409,9	11,4
Fondos de titulización y fondos de activos bancarios	31,2	75,3	141,7
Autorización e inscripción de entidades	5.217,2	4.957,1	-5,0
Autorización de opas	948,4	714,5	-24,7
Supervisión de mercados	21.031,2	18.451,0	-12,3
Actividad de miembros de bolsas y SMN	6.954,7	6.027,0	-13,3
Actividad de miembros de MEFF	161,4	155,8	-3,5
Actividad de participantes en Sociedad de Sistemas	4.823,9	4.786,8	-0,8
Actividad de miembros compensadores de ECC	1.698,4	525,9	-69,0
Actividad de rectoras de mercados	1.441,4	1.173,1	-18,6
Actividad de entidades emisoras cotizadas	5.951,4	5.782,4	-2,8
Supervisión de entidades	31.472,3	32.276,1	2,6
Supervisión solvencia IIC	12.804,8	12.998,4	1,5
Supervisión solvencia sociedades gestoras de IIC y FT	157,5	166,4	5,7
Sociedades gestoras de IIC	142,5	151,4	6,2
Sociedades gestoras de fondos de titulización	15,0	15,0	0,3
Supervisión solvencia ESI	491,7	500,3	1,8
Supervisión solvencia capital riesgo	464,6	549,3	18,2
Sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado	89,8	98,9	10,2
Entidades de inversión colectiva de tipo cerrado	374,8	450,4	20,1
Supervisión actividad entidades depositarias de IIC y ECR	3.041,8	3.130,1	2,9
Supervisión normas de conducta de ESI, EC y SGIC	9.229,5	9.012,3	-2,4
Comercialización IIC extranjeras	5.282,3	5.919,1	12,1
Expedición de certificados	21,0	16,4	-22,0
Total	62.055,9	60.263,7	-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 (ISIN¹) y de clasificación de instrumentos financieros (CFI²), facilitando su difusión y utilización entre los usuarios. Igualmente se ocupa de asignar el nombre corto del instrumento financiero (FISN³). En nuestro país, el ISIN se utiliza como primer identificador en los procesos de contratación, compensación y liquidación de valores. En su papel de ANCV, la CNMV es socio fundador y miembro de pleno derecho de la Asociación Internacional de Agencias Nacionales de Codificación (ANNA, por sus siglas en inglés), que a finales de 2019 ha alcanzado los 92 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 el 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 la Global Legal Entity Identifier Foundation (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 asimismo contribuye a la elaboración y revisión de estándares ISO mencionados anteriormente, a través del Subcomité Técnico 8 (SC8⁴).

Por lo que se refiere a las estadísticas de la actividad de la ANCV, el número de valores e instrumentos financieros codificados durante 2019 fue de 51.509, lo que supuso un ligero aumento con relación a 2018 (véase cuadro 13.1.1).

La renta variable experimentó un crecimiento del 2,02 % en el número de emisiones. Por su parte, la codificación de la renta fija aumentó un 24,20 % debido al incremento de emisiones de renta fija privada. El número de nuevas emisiones de bonos codificadas experimentó un ascenso del 11,76 %, mientras que la codificación de emisiones de obligaciones aumentó un 6,67 %. Las emisiones de cédulas se mantuvieron

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 es un subcomité dentro del Comité Técnico 68 de ISO.

sin variación; en cambio, las codificaciones de bonos de titulización aumentaron considerablemente (33,33 %). En el apartado de deuda pública, el número de emisiones codificadas fue muy similar al del año anterior. Por otro lado, se aprecia un aumento en las emisiones de derechos (20,51 %), mientras que las emisiones de *warrants* y productos estructurados experimentaron una pequeña reducción.

Emisiones codificadas por la ANCV en 2018 y 2019

CUADRO 13.1.1

	2018	2019	% var. 19/18
Renta variable	642	655	2,02
Acciones	141	126	-10,64
IIC y FCR	501	529	5,59
Renta fija	653	811	24,20
Deuda pública	51	50	-1,96
Letras y pagarés	12	12	0,00
Bonos y obligaciones	39	38	-2,56
Renta fija privada	602	761	26,41
Pagarés	505	648	28,32
Bonos	17	19	11,76
Obligaciones	15	16	6,67
Cédulas	26	26	0,00
Bonos titulización	39	52	33,33
Valores de financiación Tier 1 adicional	4	2	-50,00
Productos estructurados	191	187	-2,09
Derechos	39	47	20,51
Warrants y certificados	1.940	1.817	-6,34
Opciones	46.178	46.583	0,88
Futuros	932	1.117	19,85
Swaps	290	290	0,00
Total	50.869	51.509	1,26

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 36.560. Los valores e instrumentos financieros cotizados representaban el 79 % del total.

Por lo que respecta a las consultas atendidas por la ANCV, su número total fue de 352, lo que ha representado un incremento del 4 % respecto a la cifra de 2018. Las consultas sobre códigos nacionales, que supusieron un 89 % del total, aumentaron un 4 % respecto a las atendidas en el año anterior. El número de consultas sobre códigos extranjeros fue el mismo que en el ejercicio previo.

Consultas atendidas por la ANCV

CUADRO 13.1.2

	2018	2019	% var. 19/18
Consultas sobre códigos nacionales	300	314	4
Consultas sobre códigos extranjeros	38	38	0
Total consultas	338	352	4

Fuente: CNMV.

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 Comité debe reunirse preceptivamente al menos una vez cada tres meses, aunque en la práctica suelen celebrarse sesiones mensuales. El nombramiento de los miembros del Comité se aprobó por la Resolución de 4 de marzo de 2016 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y en 2020 se procederá a su renovación.

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. Asimismo, el Comité Consultivo informa de los proyectos de disposiciones de carácter general sobre materias relacionadas con el mercado de valores que le son remitidos por el Gobierno o por el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital.

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 de impacto de la normativa.

Actuaciones del Comité Consultivo durante 2019

El cuadro 14.1.1 ofrece un resumen estadístico de los asuntos tratados por el Comité Consultivo en 2019, en el que se aprecia que la CNMV continuó aplicando 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.

Aunque el número de informes preceptivos se ha reducido, el número de consultas voluntarias ha aumentado ligeramente, dada la relevancia e intensidad 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	
	2018	2019
Informes preceptivos de normas	10	2
Consultas voluntarias (IOSCO, ESMA y otros)	13	14
Total	23	16

Fuente: CNMV.

El cuadro 14.1.2 ofrece el desglose de los asuntos tratados.

Actuaciones del Comité Consultivo de la CNMV en 2019 CUADRO 14.1.2

Informes preceptivos sobre normas:

- Proyecto de Real Decreto de creación de la Autoridad Macropudencial Consejo de Estabilidad Financiera (sesión de 21 de enero).
- Anteproyecto de Ley por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, para adaptarlas a la 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 accionista (sesión de 10 de junio).

Consultas voluntarias (IOSCO, ESMA y otros):

European Securities and Markets Authority (ESMA)

- *Call for evidence. Impact of the inducements and costs and charges disclosure requirements under MiFID II* (sesión de 17 de septiembre).
- *Consultation MAR review* (sesión de 12 de noviembre).

European Central Bank (ECB)

- *Proposed transition path from EONIA to ESTER. On determining an ESTER-based term structure methodology as a fallback in EURIBOR-linked contracts* (sesión de 21 de enero).
- *Public consultation of the Working Group on euro risk-free rates on its draft recommendations to address the legal implications for new and legacy contracts as a result of the proposed transition from EONIA to €STR* (sesión de 10 de junio).

Financial Stability Board (FSB)

- *Financial resources to support CCP resolution and treatment of equity in CCP resolution* (sesión de 21 de enero).

Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)

- Líneas estratégicas CNMV 2019-2020 y Plan de actividades 2019 (sesión de 21 de enero).
- Código de conducta relativo a las inversiones de las entidades sin ánimo de lucro (sesión de 21 de enero).

- Propuesta de Guía técnica sobre la prestación de actividades accesorias por parte de las empresas de servicios de inversión (sesión de 8 de abril).
- Propuesta de Guía técnica sobre los procedimientos de selección de intermediarios financieros de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (sesión de 10 de junio).
- Modificaciones en la Circular 1/2017, de 26 de abril, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre los contratos de liquidez (sesión de 10 de junio).
- Criterios sobre la publicación de informes del Comité Consultivo (sesión de 17 de septiembre).
- Propuesta de Guía técnica sobre los procedimientos de autorización de nuevas entidades (sesión de 17 de septiembre).

Comisión Europea (CE)

- Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la ley aplicable a los efectos frente a terceros de las cesiones de créditos (sesión de 21 de enero).
- *Consultation document on the update of the non-binding guidelines on non-financial reporting* (sesión de 20 de marzo).

Fuente: CNMV.

15 Cuentas de la CNMV

15.1 Balance de situación

Activo	Notas en memoria	Ejercicio 2019	Ejercicio 2018
A) Activo no corriente		122.519.135,34	128.393.389,59
I. Inmovilizado intangible	(7)	4.597.439,11	4.419.510,72
1. Inversión en investigación y desarrollo		1.434.721,52	1.261.825,65
3. Aplicaciones informáticas		3.141.470,59	3.157.685,07
5. Otro inmovilizado intangible		21.247,00	0,00
II. Inmovilizado material	(5)	74.673.678,45	75.810.580,44
1. Terrenos		43.621.179,71	43.658.835,32
2. Construcciones		28.202.332,02	28.918.369,42
5. Otro inmovilizado material		2.850.166,72	3.233.375,70
IV. Inversiones financieras a largo plazo en entidades del grupo, multigrupo y asociadas	(9)	42.982.244,82	47.946.642,86
3. Créditos y valores representativos de deuda		42.982.244,82	47.946.642,86
V. Inversiones financieras a largo plazo	(9)	265.772,96	216.655,57
1. Inversiones financieras en patrimonio		935,36	935,36
2. Créditos y valores representativos de deuda		263.571,97	214.454,58
4. Otras inversiones financieras		1.265,63	1.265,63
B) Activo corriente		64.660.523,49	62.869.964,73
III. Deudores y otras cuentas a cobrar		38.038.513,35	40.685.823,60
1. Deudores por operaciones de gestión		32.493.638,12	35.749.249,98
2. Otras cuentas a cobrar		5.544.862,80	4.936.471,19
3. Administraciones públicas		12,43	102,43
IV. Inversiones financieras a corto plazo en entidades del grupo, multigrupo y asociadas	(9)	8.938.063,74	8.727.106,16
2. Créditos y valores representativos de deuda		8.938.063,74	8.727.106,16
V. Inversiones financieras a corto plazo	(9)	209.502,81	172.801,38
2. Créditos y valores representativos de deuda		209.502,81	172.801,38
VI. Ajustes por periodificación		479.514,75	337.845,86
VII. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes		16.994.928,84	12.946.387,73
2. Tesorería		16.994.928,84	12.946.387,73
TOTAL ACTIVO		187.179.658,83	191.263.354,32

15.1 Balance de situación (continuación)

Patrimonio neto y pasivo	Notas en memoria	Ejercicio 2019	Ejercicio 2018
A) Patrimonio neto		180.791.214,35	186.606.725,69
I. Patrimonio aportado		5.385.871,28	5.385.871,28
II. Patrimonio generado		172.767.491,35	179.069.782,59
1. Resultados de ejercicios anteriores		10.428.334,09	10.428.334,09
2. Resultados del ejercicio		14.660.212,57	20.962.503,81
3. Reservas		147.678.944,69	147.678.944,69
III. Ajustes por cambio de valor		2.637.851,72	2.151.071,82
2. Activos financieros disponibles para la venta		2.637.851,72	2.151.071,82
B) Pasivo no corriente		1.388.534,86	1.045.222,88
I. Provisiones a largo plazo	(15)	1.388.534,86	1.045.222,88
C) Pasivo corriente		4.999.909,62	3.611.405,75
I. Provisiones a corto plazo	(15)	200.273,31	140.726,78
II. Deudas a corto plazo	(10)	407.046,18	6.952,81
4. Otras deudas		407.046,18	6.952,81
IV. Acreedores y otras cuentas a pagar		4.392.590,13	3.463.726,16
1. Acreedores por operaciones de gestión		1.870.800,53	1.273.335,05
2. Otras cuentas a pagar		1.015.323,99	767.712,01
3. Administraciones públicas		1.506.465,61	1.422.679,10
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO		187.179.658,83	191.263.354,32

Fuente: CNMV.

15.2 Cuenta del resultado económico-patrimonial

	Notas en memoria	Ejercicio 2019	Ejercicio 2018
1. Ingresos tributarios y cotizaciones sociales		60.263.730,77	62.055.850,07
b) Tasas		60.263.730,77	62.055.850,07
5. Trabajos realizados por la entidad para su inmovilizado	(7)	1.060.548,42	711.375,03
6. Otros ingresos de gestión ordinaria		61.182,49	49.627,01
7. Excesos de provisiones		0,00	552.358,48
A) TOTAL INGRESOS DE GESTIÓN ORDINARIA (1+2+3+4+5+6+7)		61.385.461,68	63.369.210,59
8. Gastos de personal		-33.199.400,00	-30.958.804,25
a) Sueldos, salarios y asimilados		-26.286.341,18	-24.644.552,80
b) Cargas sociales		-6.913.058,82	-6.314.251,45
9. Transferencias y subvenciones concedidas	(14)	-2.093.668,42	-1.867.477,78
11. Otros gastos de gestión ordinaria		-9.906.123,36	-8.717.356,82
a) Suministros y servicios exteriores		-9.413.032,72	-8.255.211,78
b) Tributos		-493.090,64	-462.145,04
12. Amortización del inmovilizado	(5), (7)	-2.278.780,02	-2.378.411,26
B) TOTAL DE GASTOS DE GESTIÓN ORDINARIA (8+9+10+11+12)		-47.477.971,80	-43.922.050,11
I. Resultado de la gestión ordinaria (A+B)		13.907.489,88	19.447.160,48
13. Deterioro de valor y resultados por enajenación del inmovilizado no financiero y activos en estado de venta	(5), (7)	59.263,39	59.662,94
a) Deterioro de valor		59.263,39	60.357,41
b) Bajas y enajenaciones		0,00	-694,47
14. Otras partidas no ordinarias		0,00	-2.127,68
b) Gastos		0,00	-2.127,68
II. Resultado de las operaciones no financieras (I+13+14)		13.966.753,27	19.504.695,74
15. Ingresos financieros	(9)	1.436.786,68	1.661.093,30
b) De valores negociables y de créditos del activo inmovilizado		1.436.786,68	1.661.093,30
b.1) En entidades del grupo, multigrupo y asociadas		1.131.229,23	1.356.829,98
b.2) Otros		305.557,45	304.263,32
16. Gastos financieros		-13.428,98	-26.432,04
b) Otros		-13.428,98	-26.432,04
19. Diferencias de cambio		-6.824,45	-3.965,71
20. Deterioro de valor, bajas y enajenaciones de activos y pasivos financieros		-723.073,95	-172.887,48
b) Otros		-723.073,95	-172.887,48
III. Resultado de las operaciones financieras (15+16+17+18+19+20+21)		693.459,30	1.457.808,07
IV. Resultado neto del ejercicio (II+III)		14.660.212,57	20.962.503,81

Fuente: CNMV.

15.3 Estado de flujos de efectivo

	Notas en memoria	Ejercicio 2019	Ejercicio 2018
I. FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE GESTIÓN			
A) Cobros		63.791.498,38	55.487.235,98
1. Ingresos tributarios y cotizaciones sociales		62.388.272,94	53.743.094,33
5. Intereses y dividendos cobrados		1.227.128,65	1.531.962,31
6. Otros cobros		176.096,79	212.179,34
B) Pagos		42.954.551,74	42.004.123,73
7. Gastos de personal		31.940.396,76	29.851.960,61
8. Transferencias y subvenciones concedidas		1.936.729,48	1.834.687,44
10. Otros gastos de gestión		8.878.584,08	8.618.476,63
13. Otros pagos		198.841,42	1.698.999,05
Flujos netos de efectivo por actividades de gestión (+A-B)		20.836.946,64	13.483.112,25
II. FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN			
C) Cobros		8.356.935,74	9.721.425,52
2. Venta de activos financieros		7.262.000,00	9.140.000,00
3. Otros cobros de actividades de inversión		1.094.935,74	581.425,52
D) Pagos		4.211.959,73	17.298.916,17
5. Compra de inversiones reales		913.926,21	2.073.937,60
6. Compra de activos financieros		2.950.345,80	14.617.108,20
7. Otros pagos de actividades de inversión		347.687,72	607.870,37
Flujos netos de efectivo por actividades de inversión (+C-D)		4.144.976,01	-7.577.490,65
III. FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN			
F) Pagos a la entidad o entidades propietarias		20.962.503,81	20.741.431,70
2. Devolución de aportaciones y reparto de resultados a la entidad o entidades propietarias		20.962.503,81	20.741.431,70
Flujos netos de efectivo por actividades de financiación (+E-F+G-H)		-20.962.503,81	-20.741.431,70
IV. FLUJOS DE EFECTIVO PENDIENTES DE CLASIFICACIÓN			
I) Cobros pendientes de aplicación		35.946,72	36.093,64
J) Pagos pendientes de aplicación		0,00	85.509,52
Flujos netos de efectivo pendientes de clasificación (+I-J)		35.946,72	-49.415,88
V. EFECTO DE LAS VARIACIONES DE LOS TIPOS DE CAMBIO			
		-6.824,45	-3.940,46
VI. INCREMENTO/DISMINUCIÓN NETA DEL EFECTIVO Y ACTIVOS LÍQUIDOS EQUIVALENTES AL EFECTIVO (I+II+III+IV+V)			
		4.048.541,11	-14.889.166,44
Efectivo y activos líquidos equivalentes al efectivo al inicio del ejercicio		12.946.387,73	27.835.554,17
Efectivo y activos líquidos equivalentes al efectivo al final del ejercicio		16.994.928,84	12.946.387,73

Fuente: CNMV.

15.4 Estado total de cambios en el patrimonio neto

	I.	II.	III.	IV.	
Notas en memoria	Patrimonio aportado	Patrimonio generado	Ajustes por cambios de valor	Otros incrementos patrimoniales	Total
A. Patrimonio neto al final del ejercicio N-1	5.385.871,28	179.069.782,59	2.151.071,82	0,00	186.606.725,69
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	179.069.782,59	2.151.071,82	0,00	186.606.725,69
D. Variaciones del patrimonio neto del ejercicio N	0,00	-6.302.291,24	486.779,90	0,00	-5.815.511,34
1. Ingresos y gastos reconocidos en el ejercicio	0,00	14.660.212,57	486.779,90	0,00	15.146.992,47
2. Operaciones con la entidad o entidades propietarias	0,00	-20.962.503,81	0,00	0,00	-20.962.503,81
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	172.767.491,35	2.637.851,72	0,00	180.791.214,35

Fuente: CNMV.

Anexos

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta¹

I.1

Importes en millones de euros

	Número de emisores			Número de emisiones		
	2018	2019	Var. 19/18	2018	2019	Var. 19/18
Ampliaciones de capital con captación de recursos	33	24	-9	63	37	-26
Con derecho de suscripción preferente	10	8	-2	10	9	-1
Sin derecho de suscripción preferente (OPS ²)	2	1	-1	2	1	-1
De las cuales ampliación	0	1	1	0	1	1
Colocaciones aceleradas	2	0	-2	2	0	-2
Ampliación contrapartida no monetaria ³	7	2	-5	9	2	-7
Ampliaciones de capital por conversión	6	3	-3	10	4	-6
Otras	14	13	-1	30	21	-9
Ampliaciones de capital liberadas	12	10	-2	17	15	-2
De las cuales dividendo elección	10	9	-1	15	14	-1
Total ampliaciones de capital	45	33	-12	80	52	-28
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	0	-1	1	0	-1
De las cuales ampliación	0	0	0	0	0	0

Fuente: CNMV. (1) No incluye datos del MAB, *Exchange Traded Funds* (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 2019: Importe efectivo

I.2

Importes en millones de euros

Emisor	Importe efectivo ¹	Tipo de operación	Fecha de registro
Realia Business, S. A.	149,1	Aumento de capital con derecho de suscripción preferente	03-ene.-19
Solarpack Corporación Tecnológica, S. A. ²	10,0	Ejecución de la opción de sobreadjudicación de la OPS	09-ene.-19
Ecolumber, S. A.	21,8	Aumento de capital con derecho de suscripción preferente	21-ene.-19
Nueva Expresión Textil, S. A.	9,4	Otras ampliaciones de capital	21-ene.-19
Repsol, S. A.	174,9	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	23-ene.-19
Promotora de Informaciones, S. A.	0,7	Ampliación de capital por conversión	25-ene.-19
Faes Farma, S. A.	4,3	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	30-ene.-19
Iberdrola, S. A.	131,4	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	05-feb.-19
Coca-Cola European Partners Plc	0,8	Otras ampliaciones de capital	07-feb.-19
Natra, S. A.	12,3	Ampliación de capital por conversión	11-feb.-19
Sacyr, S. A.	0,0	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	19-feb.-19

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta en 2019: Importe efectivo (continuación)

I.2

Importes en millones de euros

Emisor	Importe efectivo ¹	Tipo de operación	Fecha de registro
ACS, Actividades de Construcción y Servicios, S. A.	36,9	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	19-feb.-19
Edreams Odigeo, S. A.	0,2	Otras ampliaciones de capital	26-feb.-19
Cellnex Telecom, S. A.	1.181,7	Aumento de capital con derecho de suscripción preferente	28-feb.-19
Arima Real Estate, SOCIMI, S. A.	40,0	Otras ampliaciones de capital	08-abr.-19
Promotora de Informaciones, S. A.	199,8	Aumento de capital con derecho de suscripción preferente	16-abr.-19
Coca-Cola European Partners Plc	0,0	Otras ampliaciones de capital	10-may.-19
Audax Renovables, S. A.	351,6	Ampliación de capital de contrapartida no monetaria	17-may.-19
Laboratorio Reig Jofre, S. A.	0,5	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	11-jun.-19
Almirall, S. A.	24,1	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	11-jun.-19
Ferrovial, S. A.	102,3	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	13-jun.-19
Airbus SE	132,7	Otras ampliaciones de capital	18-jun.-19
Fomento de Construcciones y Contratas, S. A.	13,4	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	18-jun.-19
Laboratorio Reig Jofre, S. A.	24,0	Otras ampliaciones de capital	20-jun.-19
MásMóvil Ibercom, S. A.	100,0	Otras ampliaciones de capital	21-jun.-19
MásMóvil Ibercom, S. A.	120,0	Otras ampliaciones de capital	21-jun.-19
Lar España Real Estate, SOCIMI, S. A.	5,2	Otras ampliaciones de capital	28-jun.-19
Vértice Trescientos Sesenta Grados, S. A.	12,0	Aumento de capital con derecho de suscripción preferente	09-jul.-19
ACS, Actividades de Construcción y Servicios, S. A.	284,1	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	18-jul.-19
Repsol, S. A.	564,4	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	19-jul.-19
Oryzon Genomics, S. A.	20,0	Otras ampliaciones de capital	26-jul.-19
Sacyr, S. A.	28,2	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	29-jul.-19
Iberdrola, S. A.	198,2	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	01-ago.-19
Natra, S. A.	0,7	Ampliación de capital por conversión	08-ago.-19
Edreams Odigeo, S. A.	0,4	Otras ampliaciones de capital	28-ago.-19
Sniace, S. A.	32,6	Aumento de capital con derecho de suscripción preferente	30-ago.-19
Banco Santander, S. A.	1.682,6	Ampliación de capital de contrapartida no monetaria	11-sep.-19
Coca-Cola European Partners Plc	0,8	Otras ampliaciones de capital	10-oct.-19
Montebalito, S. A.	0,2	Otras ampliaciones de capital	23-oct.-19
Cellnex Telecom, S. A.	2.500,0	Aumento de capital con derecho de suscripción preferente	06-nov.-19
Edreams Odigeo, S. A.	0,4	Otras ampliaciones de capital	18-nov.-19
Arima Real Estate, SOCIMI, S. A.	150,0	Otras ampliaciones de capital	18-nov.-19
Coca-Cola European Partners Plc	0,4	Otras ampliaciones de capital	20-nov.-19
Distribuidora Internacional de Alimentación, S. A.	605,6	Aumento de capital con derecho de suscripción preferente	27-nov.-19
Airbus SE	4,9	Otras ampliaciones de capital	29-nov.-19
General de Alquiler de Maquinaria, S. A.	27,3	Aumento de capital con derecho de suscripción preferente	03-dic.-19
General de Alquiler de Maquinaria, S. A.	2,5	Otras ampliaciones de capital	03-dic.-19
Ferrovial, S. A.	1,3	Aumento de capital con derecho de suscripción preferente	05-dic.-19
Vidrala, S. A.	1,3	Ampliación de capital liberada	20-dic.-19
Enagás, S. A.	500,0	Colocación acelerada	20-dic.-19
Airbus SE	341,1	Ampliación de capital por conversión	27-dic.-19

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 2019¹

I.3

Sociedad	Mercado	Motivo. Procedimiento	Fecha
Parques Reunidos Servicios Centrales, S. A.	SIBE	Técnica. Por fusión.	05/12/2019
Adveo Group International	SIBE	Por acuerdo del Comité Ejecutivo de la CNMV.	30/09/2019
Natra	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.	30/08/2019
Telepizza Group, S. A.	SIBE	Técnica. Por fusión.	26/07/2019
Bayer Aktiengesellschaft	SIBE	A solicitud de la propia entidad emisora.	11/07/2019
Bodegas Bilbaínas	Corros	Excluida por el Gobierno Vasco.	09/07/2019
Hispania Activos Inmobiliarios, SOCIMI, S. A.	SIBE	Técnica. Por fusión.	17/04/2019
Papeles y Cartones de Europa, 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.	20/02/2019

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 (%)

	2016	2017	2018	2019	2019				
					I	II	III	IV	
Bolsa de Madrid									
Petróleo y energía	0,8	3,9	6,1	14,4	9,6	2,3	5,4	-3,2	
Electricidad y gas	-4,3	2,0	8,9	18,4	9,9	5,6	5,7	-3,4	
Mat. básicos, industria y construcción	2,0	2,6	-8,6	24,9	18,2	-0,6	2,1	4,1	
Bienes de consumo	0,2	-2,1	-16,7	34,8	14,3	0,9	5,0	11,3	
Servicios de consumo	-8,0	23,3	23,3	8,6	2,0	-1,4	-3,9	12,3	
Servicios financieros e inmobiliarios	-1,6	10,5	-27,1	-2,6	2,7	-3,0	-6,3	4,3	
Banca	-1,8	10,6	-29,0	-3,4	2,7	-3,1	-6,5	3,8	
Inmobiliarias y otros	-2,3	17,6	-26,1	-11,0	-2,9	-6,7	-0,5	-1,3	
Tecnología y telecomunicaciones	-9,0	7,5	-5,5	4,5	9,0	-1,4	-2,5	-0,3	
IGBM	-2,2	7,6	-15,0	10,2	8,0	-0,6	-0,3	3,0	
Bolsa de Barcelona									
Eléctricas	-3,2	1,7	8,5	24,2	10,0	8,4	7,8	-3,3	
Bancos	-3,0	9,3	-29,3	-3,2	1,6	-3,2	-6,1	4,8	
Químicas y farmacéuticas	27,0	11,9	-3,3	8,0	10,2	-7,0	2,9	2,4	
Cementos, construcción e inmobiliarias	-5,6	15,6	-12,7	26,6	19,7	-1,1	7,0	-0,3	
Metalúrgica	47,6	-9,5	-20,8	18,9	17,2	-0,3	-1,3	17,2	
Alimentación, agrícola y forestal	-2,2	6,0	-23,3	-2,6	10,6	-10,9	-3,6	2,4	
Textil y papelera	2,4	-8,2	-22,7	38,3	16,4	0,5	7,0	10,5	
Comercio y finanzas	3,9	-5,3	-50,0	-11,9	25,0	-9,9	-1,6	-20,5	
Servicios diversos	-5,3	10,7	-6,3	8,6	11,8	-1,0	-3,2	1,3	
BCN Global 100	0,3	7,3	-17,4	8,2	8,6	-1,5	-1,8	2,9	

Fuente: Thomson Datastream.

Concentración sectorial de la capitalización¹

I.5

N.º de empresas necesarias para alcanzar un determinado porcentaje

Sector	2018				2019			
	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	10
Minería y metálicas básicas	1	2	2	4	1	2	2	9
Cementos y mat. construcción	1	1	2	3	1	1	2	3
Químicas y farmacéuticas	1	1	1	8	1	1	2	7
Textil y papeleras	1	1	1	10	1	1	1	8
Metalmecánica	1	2	5	15	1	3	5	15
Alimentación	1	2	3	14	1	2	3	11
Construcción	1	2	3	7	1	2	3	7
Inmobiliarias y SOCIMI	1	2	5	19	1	2	4	18
Transportes y comunicaciones	1	2	3	7	1	2	3	7
Otros no financieros	1	2	7	28	1	1	5	27
Bancos	1	2	3	9	1	2	3	9
Seguros	1	1	2	2	1	1	2	2
Sociedades de cartera	1	2	2	6	1	2	2	6
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

	2018				2019			
	25%	50%	75%	100%	25%	50%	75%	100%
Total bolsas¹	2	6	14	146	2	5	13	142
Mercado continuo	2	6	14	135	2	5	13	133
Nacional	2	6	14	127	2	5	14	125
Extranjeras	1	1	1	8	1	1	1	8
Corros	1	1	1	8	1	1	2	8
Segundo Mercado	1	1	2	3	1	1	1	1
ETF	1	2	3	7	1	2	3	6
MAB	4	38	166	2.857	5	48	183	2.869
LATIBEX	1	2	2	20	1	1	2	18

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	3,2 %	Repsol YPF	3,19 %
Energía y agua	18,6 %	Iberdrola	8,8 %
Energía y agua		Endesa	3,8 %
Energía y agua		Gas Natural SDG	3,3 %
Minería y metálicas básicas	0,9 %	CIE Automotive	0,4 %
Minería y metálicas básicas		Acerinox	0,4 %
Minería y metálicas básicas		Grupo Duro Felguera	0,0 %
Cementos y material de construcción	0,5 %	Vidrala	0,4 %
Cementos y material de construcción		Cementos Molins	0,1 %
Cementos y material de construcción		Uralita	0,0 %
Químicas y farmacéuticas	3,8 %	Grifols	2,8 %
Químicas y farmacéuticas		Almirall, S. A.	0,4 %
Químicas y farmacéuticas		Faes Farma	0,2 %
Textil y papeleras	15,0 %	Industria de Diseño Textil, S. A. (Inditex)	14,7 %
Textil y papeleras		Grupo Empresarial Ence	0,1 %
Textil y papeleras		Miquel Costas & Miquel	0,1 %
Metalmecánica	1,7 %	Zardoya Otis	0,5 %
Metalmecánica		Gestamp Automoción, S. A.	0,4 %
Metalmecánica		Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles, S. A.	0,2 %
Alimentación	1,2 %	Ebro Foods, S. A.	0,4 %
Alimentación		Amrest Holdings, SE	0,3 %
Alimentación		Viscofan	0,3 %
Construcción	6,4 %	Ferrovial, S. A.	3,0 %
Construcción		ACS, Actividades de Construcción y Servicios, S. A.	1,7 %
Construcción		Acciona, S. A.	0,8 %
Inmobiliarias y SOCIMI	2,6 %	Merlin Properties, SOCIMI, S. A.	0,9 %
Inmobiliarias y SOCIMI		Grupo Inmocaral	0,9 %
Inmobiliarias y SOCIMI		Metrovacesa, S. A.	0,2 %
Transportes y comunicaciones	14,1 %	Telefónica	4,8 %
Transportes y comunicaciones		Aena SME, S. A.	3,8 %
Transportes y comunicaciones		Cellnex Telecom, S. A.	2,2 %
Otros no financieros	9,4 %	Amadeus IT Group, S. A.	4,7 %
Otros no financieros		Gamesa Corporación Tecnológica	1,6 %
Otros no financieros		Fluidra, S. A.	0,4 %
Bancos	19,8 %	Banco Santander Central Hispano	9,3 %
Bancos		Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	5,0 %
Bancos		Caixabank, S. A.	2,5 %
Seguros	1,7 %	Mapfre, S. A.	1,1 %
Seguros		Grupo Catalana Occidente	0,6 %
Sociedades de cartera	0,9 %	Bolsas y Mercados Españoles, Sdad. Holding de Mdos. y Sist. Financieros	0,4 %
Sociedades de cartera		Corporación Financiera Alba	0,4 %
Sociedades de cartera		Alantra Partners	0,1 %

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.

Importes en millones de euros

Empresa	Capitalización ²			Contratación		
	2018	2019	% total ³	2018	2019	% total ³
Industria de Diseño Textil, S. A. (Inditex)	69.657,2	98.018,7	14,7	44.834,6	42.049,3	9,1
Banco Santander	64.507,9	61.985,6	9,3	97.160,8	77.788,6	16,8
Iberdrola	44.898,6	58.403,8	8,8	31.895,4	36.493,2	7,9
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	30.909,0	33.226,1	5,0	54.550,7	39.001,9	8,4
Telefónica	38.105,1	32.331,4	4,9	50.279,6	39.769,5	8,6
Amadeus IT Group, S. A.	26.698,0	31.396,3	4,7	23.345,7	24.731,1	5,3
Aena SME, S. A.	20.362,5	25.575,0	3,8	14.220,5	10.417,9	2,2
Endesa	21.312,7	25.187,7	3,8	10.382,5	9.279,7	2,0
Gas Natural SDG	22.275,3	22.044,3	3,3	12.127,0	7.884,7	1,7
Repsol YPF	21.505,7	21.276,6	3,2	29.556,2	28.540,5	6,2
Ferrovial, S. A.	13.067,0	19.828,8	3,0	7.331,7	12.281,7	2,6
Grifols	15.745,0	18.830,9	2,8	6.497,9	6.786,2	1,5
Caixabank, S. A.	18.925,3	16.736,1	2,5	23.251,8	12.285,9	2,6
Cellnex Telecom, S. A.	5.187,4	14.785,0	2,2	4.375,5	8.311,2	1,8
International Consolidated Airlines Group, S. A.	13.784,9	14.382,5	2,2	5.417,5	5.452,4	1,2
ACS, Actividades de Construcción y Servicios	10.645,1	11.217,8	1,7	8.982,9	7.955,2	1,7
Gamesa Corporación Tecnológica	7.247,4	10.649,7	1,6	6.842,0	6.329,6	1,4
Red Eléctrica de España	10.548,4	9.698,9	1,5	8.756,3	9.804,2	2,1
Mapfre, S. A.	7.144,6	7.267,7	1,1	3.767,4	3.061,0	0,7
Merlin Properties, SOCIMI, S. A.	5.066,5	6.008,4	0,9	4.080,4	3.017,9	0,7
Enagás	5.636,5	5.957,7	0,9	8.274,5	7.806,6	1,7
Bankinter, S. A.	6.308,2	5.871,4	0,9	5.314,9	4.283,4	0,9
Banco de Sabadell	5.629,8	5.852,0	0,9	10.343,4	7.300,6	1,6
Bankia, S. A.	7.897,5	5.839,8	0,9	6.862,0	4.091,0	0,9
Grupo Inmocaral	4.133,5	5.772,2	0,9	2.216,6	2.033,5	0,4
Acciona, S. A.	4.231,5	5.145,6	0,8	2.903,6	2.361,2	0,5
CIE Automotive	2.765,8	2.719,3	0,4	2.344,9	1.327,9	0,3
Acerinox	2.391,3	2.717,6	0,4	3.463,1	2.411,0	0,5
MásMóvil Ibercom, S. A.	2.344,1	2.679,1	0,4	45,2	2.279,1	0,5
Viscofan	2.242,6	2.190,2	0,3	1.671,7	1.230,8	0,3
Gestevisión Telecinco	1.797,6	1.853,3	0,3	2.590,5	1.777,7	0,4
Meliá Hotels International, S. A.	1.885,8	1.805,4	0,3	1.983,4	1.273,9	0,3
Indra Sistemas	1.454,7	1.798,3	0,3	1.688,5	1.334,9	0,3
Grupo Empresarial Ence	1.350,8	903,8	0,1	1.804,1	2.513,7	0,5
Arcelor	637,0	641,5	0,1	2.911,6	2.996,1	0,6

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 2019

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
Barón de Ley, S. A.	Mazuelo Holding, S. L.	Opa obligatoria por toma de control	100,00	52,94	11,87
Distribuidora Internacional de Alimentación, S. A. (DIA)	L1R Invest1 Holdings S.à r.l.	Opa voluntaria para tomar el control	100,00	169,98	40,76
Telepizza Group, S. A.	Tasty Bidco, S. L. U.	Opa voluntaria para tomar el control	100,00	167,57	27,73
Bodegas Bilbaínas, S. A.	Ducde, S. A.	Opa obligatoria por toma de control	100,00	1,87	4,06
Natra, S. A.	World Confectionery Group S.à r.l.	Opa voluntaria para tomar el control	100,00	142,63	90,26
General de Alquiler de Maquinaria, S. A. (GAM)	Gestora de Activos y Maquinaria Industrial, S. L.	Opa obligatoria por toma de control	100,00	4,00	6,98
Parques Reunidos Servicios Centrales, S. A.	Polin BidCo, S. A. U.	Opa voluntaria para tomar el control	100,00	300,88	26,62
Total				839,87	

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		
	2018	2019	2018	2019	% var. 19/18	2018	2019	% var. 19/18
Petróleo	1	1	32,8	33,9	3,31	25,7	10,9	-57,55
Energía y agua	2	2	1,4	2,6	84,99	2,1	2,4	17,47
Minería y metálicas básicas	5	5	118,6	95,4	-19,58	69,3	27,2	-60,69
Químicas y farmacéuticas	1	1	0,7	0,5	-26,25	0,5	0,1	-74,46
Textil y papeleras	0	0	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
Metalmecánica	1	1	0,2	0,1	-23,47	0,2	0,0	-97,28
Alimentación	0	0	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
Inmobiliarias y SOCIMI	1	1	0,0	0,0	0,00	0,0	0,0	-100,00
Transportes y comunicación	1	1	0,4	0,5	12,83	0,3	0,3	-7,13
Otros no financieros	1	1	0,1	0,0	-69,49	2,5	1,0	-58,24
Bancos	4	4	5,6	4,5	-20,93	0,5	0,5	-1,32
Sociedades de cartera	1	1	0,0	0,0	-9,24	0,5	0,3	-52,72
Entidades de financiación	1	1	63,7	61,6	-3,38	50,0	94,0	87,95
Total	19	19	223,5	199,0	-10,95	151,6	136,8	-9,76

Fuente: CNMV.

Emisiones netas de las Administraciones públicas

I.11

Importes nominales en millones de euros

	Importe				% de variación anual		
	2016	2017	2018	2019	17/16	18/17	19/18
Estado	27.847	46.962	41.684	17.117	68,6	-11,2	-58,9
Corto plazo	-73	-3.528	-8.393	-9.024	-4.759,4	-137,9	-7,5
Largo plazo	27.920	50.490	50.077	26.141	80,8	-0,8	-47,8
Comunidades autónomas	-2.549	106	-3.621	1.648	-	-	-
Corto plazo	70	0	-47	208	-99,3	-	-
Largo plazo	-2.618	106	-3.574	1.440	-	-	-
Corporaciones locales	0	-165	-134	-53	-	18,7	60,5
Corto plazo	-	-	-	-	-	-	-
Largo plazo	0	-165	-134	-53	-	18,7	60,5
Total AA. PP.	25.299	46.903	37.929	18.712	85,4	-19,1	-50,7

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	
	2018	2019	2018	2019
A largo plazo	42	33	302	283
Bonos y obligaciones no convertibles	12	13	215	201
de los cuales, deuda subordinada	1	1	1	3
Bonos y obligaciones convertibles	0	0	0	0
Cédulas hipotecarias	12	12	28	29
Cédulas territoriales	2	2	2	1
Bonos de titulización	14	13	40	48
de activos (BTA)	14	13	40	48
hipotecarios (BTH)	0	0	0	0
Participaciones preferentes	4	1	4	1
Otras emisiones	0	1	0	1
A corto plazo²	13	11	13	11
Pagarés de empresa	12	11	12	11
de los cuales, de titulización de activos	1	0	1	0
Total	43	39	315	294

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 2019

I.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	20.505	0	20.505
Bankia, S. A.	18.135	15.000	3.135
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S. A.	11.500	0	11.500
Banco de Sabadell, S. A.	11.476	7.000	4.476
Bankinter, S. A.	8.074	4.000	4.074
Santander Consumer Finance, S. A.	5.450	5.000	450
Banco de Santander, S. A.	4.750	0	4.750
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 2019. Detalle por instrumentos

I.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	20.505
	Bankia, S. A.	2.500
Cédulas de internacionalización	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S. A.	1.500
Cédulas hipotecarias	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S. A.	8.500
	Banco Santander, S. A.	4.750
	Banco de Sabadell, S. A.	2.750
	Bankinter, S. A.	2.698
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
	Endesa, S. A.	3.000

Fuente: CNMV. (1) Emisores con emisión superior a 1.500 millones de euros en 2019, en el instrumento financiero correspondiente. (2) Importe nominal del programa registrado.

Emisores de pagarés: Mayores¹ saldos vivos a 31 de diciembre de 2019

I.15

Importes en millones de euros

Emisor	Importe	% sobre el total	% acumulado
Santander Consumer Finance, S. A.	1.750	27,25	27,25
Banco de Sabadell, S. A.	1.657	25,81	53,06
Bankinter, S. A.	1.096	17,06	70,12
Endesa, S. A.	796	12,39	82,51
Bankinter Sociedad de Financiación, S. A.	500	7,78	90,29

Fuente: AIAF. (1) Emisores con saldo vivo superior a 500 millones de euros.

Principales emisores de bonos de titulización en 2019¹

I.16

Importes en millones de euros

Emisor	Importe	Activos titulizados
Fondo de Titulización Pymes Santander 15	3.150	Pymes ²
Columbus Master Credit Cards, Fondo de Titulización	2.551	Otros
Caixabank Pymes 11, Fondo de Titulización	2.450	Pymes ²
Fondo de Titulización del Déficit del Sistema Eléctrico, FTA	2.270	Otros
BBVA Consumo 10, Fondo de Titulización	2.010	Préstamos consumo
Caixabank Leasings 3, Fondo de Titulización	1.830	Leasing
BBVA RMBS 19, Fondo de Titulización	1.800	Préstamos hipotecarios

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

	2015	2016	2017	2018	2019
Mediante FTH	0	0	0	0	0
Mediante FTA	28.370	35.505	29.415	18.145	18.741
FTA hipotecarios	9.458	19.621	14.885	683	3.025
Préstamos hipotecarios	9.458	19.621	14.885	683	2.525
Cédulas hipotecarias	0	0	0	0	500
Préstamos a promotores	0	0	0	0	0
FTA empresas	14.124	7.500	4.850	10.442	7.430
Pymes ¹	11.124	5.000	3.750	10.442	2.450
FTPYME ¹	0	0	0	0	0
FTGENCAT ¹	0	0	0	0	0
Préstamos a empresas ²	3.000	2.500	0	0	3.150
Préstamos corporativos ³	0	0	0	0	0
Arrendamiento financiero	0	0	1.100	0	1.830
FTA otros	4.788	8.384	9.680	7.020	8.286
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	1.450	3.015	4.672	2.504	3.097
Préstamos auto	1.039	3.056	977	1.534	1.556
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	2.299	2.313	4.032	2.982	3.633
Total bonos de titulización	28.370	35.505	29.415	18.145	18.741
Total pagarés de titulización emitidos⁴	2.420	1.880	2.200	240	0
Total bonos más pagarés	30.790	37.385	31.615	18.385	18.741
Pro memoria:					
Subtotal hipotecario	9.458	19.621	14.885	683	3.025

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

	2015	2016	2017	2018	2019	% var. 19/18
Pagarés	10.521	9.977	3.820	0	0	-
Bonos y obligaciones	176.151	21.816	8.413	27	15	-46,33
Bonos de titulización	122.259	10.361	6.207	0	0	-
Cédulas hipotecarias	103.861	17.230	6.583	0	0	-
Cédulas territoriales	37.532	3.243	368	0	0	-
Bonos matador	0	0	0	0	0	-
Total renta fija privada	328.066	52.267	19.183	28	15	-47,29
Letras del Tesoro	11	0	0	0	0	-
Bonos y obligaciones del Estado	82	18	9	442	0	-100,00
Total deuda pública	93	18	9	442	0	-100,00
Total	328.159	52.285	19.192	470	15	-96,88

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		Variación ²		Pro memoria:	
	2019	s/ dic.-18	Var. s/ dic.-18	2019	Var. s/ dic.-18	2019	Total s/ dic.-18	Suscrip. netas	Rdtos. netos	Benef. brutos distribuidos	Distribución	
											Suscrip. netas	Rdtos. netos
Renta fija ³	281	2	3.668.324	958.777	78.583,2	11.693,9	10.732,6	961,9	-0,6		382,0	
Renta fija mixta ⁴	173	5	1.087.881	-100.276	40.819,9	348,9	-1.506,1	1.866,9	-12,0		-53,6	
Renta variable mixta ⁵	185	1	707.159	82.869	28.775,8	5.519,8	3.288,8	2.231,0	0,0		117,1	
Renta variable euro	113	0	598.901	-232.214	10.145,1	-2.032,6	-3.588,2	1.556,4	-0,8		-127,7	
Renta variable internacional	263	27	2.655.123	429.757	34.078,9	9.674,0	4.113,8	5.561,1	-0,8		146,4	
Garantizado renta fija	66	-1	154.980	-10.933	4.809,3	-78,1	-282,6	204,4	0,0		-10,1	
Garantizado renta variable ⁶	155	-8	428.470	-66.190	13.229,1	-1.326,9	-1.857,0	530,0	0,0		-66,1	
Fondos globales	255	13	1.359.915	-141.815	43.041,9	904,7	-2.553,9	3.460,8	-2,1		-90,9	
De gestión pasiva ⁷	133	-39	429.428	-113.764	14.073,8	-2.064,8	-3.026,8	1.133,2	-171,3		-107,7	
Retorno absoluto	84	-15	646.042	-284.599	11.818,3	-2.354,2	-2.852,9	498,7	0,0		-101,6	
Total FI	1.710	15	11.739.183	521.614	279.377,4	20.282,4	2.467,5	18.002,8	-187,7		87,8	
FIICIL	6	0	2.752	53	298,3	84,2	71,4	12,8	0,0		2,5	
Fondos de inversión libre	48	12	7.045	3.038	2.489,5	464,9	270,5	194,5	0,0		9,6	
Total fondos (Total FI+FIICIL+FIL)	1.764	27	11.748.980	524.705	282.165,2	20.831,5	2.809,4	18.210,1	-187,7		100,0	
Fondos inmobiliarios	2	0	483	0	309,4	0,0	0,0	0,0	0,0		-	
IIIC extranjeras ⁸	1.033	9	3.361.901	188.656	178.841,5	16.506,5	-	-	-		-	

Fuente: CNMV. (1) Compartimentos de fondos que han remitido estados reservados (no incluye fondos en disolución o liquidación), los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación. (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) Hasta I-2019 incluye las vocaciones (Circular 3/2011 de la CNMV): renta fija euro, renta fija internacional, monetario y monetario a corto plazo. Desde II-2019 incluye las vocaciones (Circular 1/2019): 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, renta fija euro y renta fija euro 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) Hasta I-2019 incluye: IIC de gestión pasiva (Circular 3/2011 de la CNMV). Desde II-2019 incluye las vocaciones (Circular 1/2019): IIC de gestión pasiva, IIC que replican un índice e IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado. (8) El número de IIC extranjeras incluye solamente las UCIT registradas en la CNMV. Los datos de partícipes y volumen de inversión se estiman con los datos recibidos hasta el momento. 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

%

	2015	2016	2017	2018	2019
Renta variable cotizada¹	2,3	2,3	2,6	3,0	2,6
Renta fija privada	2,6	2,3	1,9	1,6	1,3
Corto plazo	18,0	24,5	14,8	17,4	24,3
Largo plazo	2,1	1,5	1,6	1,3	1,0
Renta fija pública	4,9	5,5	4,6	4,2	3,6
Corto plazo ²	6,1	7,7	8,0	11,4	9,4
Largo plazo	4,8	5,3	4,3	3,6	3,2

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		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Total fondos de inversión²	0,91	0,86	0,85	0,08	0,07	0,07
Renta fija	0,54	0,45	0,44	0,07	0,06	0,06
Renta fija mixta	1,05	0,96	0,92	0,09	0,08	0,08
Renta variable mixta	1,34	1,26	1,29	0,10	0,10	0,10
Renta variable euro	1,71	1,47	1,49	0,11	0,10	0,10
Renta variable internacional	1,69	1,41	1,41	0,10	0,09	0,09
Garantizado renta fija	0,48	0,38	0,36	0,05	0,05	0,05
Garantizado renta variable	0,58	0,53	0,47	0,05	0,05	0,05
Fondos globales	1,07	0,98	1,03	0,09	0,08	0,08
De gestión pasiva	0,52	0,48	0,42	0,06	0,05	0,05
Retorno absoluto	0,91	0,79	0,81	0,07	0,06	0,06
FIICIL	2,93	3,94	2,45	0,08	0,10	0,07
Fondos de inversión libre³	2,75	1,86	1,26	0,00	0,01	0,00

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 inversión

II.4

Rentabilidad en % y suscripciones netas en millones de euros

	2015		2016		2017		2018		2019	
	Rentab.	Suscrip. netas	Rentab.	Suscrip. netas	Rentab.	Suscrip. netas	Rentab.	Suscrip. netas	Rentab.	Suscrip. netas
Renta fija ¹	0,10	-4.816	0,52	8.244	-0,13	-3.638	-1,44	-2.766	1,38	10.733
Renta fija mixta ²	0,16	20.903	0,27	-4.751	1,10	2.891	-4,27	-1.064	4,75	-1.506
Renta variable mixta ³	0,15	8.227	1,19	-5.195	3,23	5.499	-6,45	2.486	9,25	3.289
Renta variable euro ⁴	3,44	467	2,61	-538	11,16	2.550	-13,01	1.790	14,27	-3.588
Renta variable internacional ⁵	7,84	4.110	4,15	-33	8,75	4.514	-12,34	3.864	22,18	4.114
Garantizado renta fija	0,27	-8.094	-0,03	-3.700	0,72	-3.263	0,09	-576	3,98	-283
Garantizado renta variable ⁶	1,07	-2.396	0,19	5.466	1,61	-310	-1,33	-667	3,62	-1.857
Fondos globales	2,45	5.788	1,99	7.801	4,46	13.406	-5,69	9.449	8,45	-2.554
De gestión pasiva ⁷	0,53	-6.275	1,16	5.603	2,13	-4.585	-3,16	-2.790	7,45	-3.027
Retorno absoluto ⁷	0,12	4.803	0,38	944	1,44	4.287	-4,81	-1.900	3,94	-2.853
Total FI⁸	0,89	22.764	0,98	13.823	2,42	21.325	-4,89	7.842	7,12	2.468
FIICIL	-0,86	-47	-0,39	-28	0,44	193	-2,99	177	4,91	71
Fondos de inversión libre	5,18	321	4,40	-110	7,41	209	-5,63	83	10,15	270
Total fondos										
(Total FI + FIICIL + FIL)	0,93	23.038	1,00	13.685	2,76	21.727	-4,90	8.102	7,14	2.809
Fondos inmobiliarios	-6,66	-1	-5,35	0	-2,60	-1	0,24	-52	0,00	0

Fuente: CNMV. (1) Hasta I-2009 incluye: renta fija a corto plazo, renta fija a largo plazo, renta fija internacional y monetarios. Desde II-2009 incluye: renta fija euro, renta fija internacional y monetarios. Desde III-2011 incluye: renta fija euro, renta fija internacional, monetarios y monetarios a corto plazo. (2) Hasta I-2009 incluye: renta fija mixta y renta fija mixta internacional. Desde II-2009 incluye: renta fija mixta euro y renta fija mixta internacional. (3) Hasta I-2009 incluye: renta variable mixta y renta variable mixta internacional. Desde II-2009 incluye: renta variable mixta euro y renta variable mixta internacional. (4) Hasta I-2009 incluye: renta variable nacional y renta variable euro. Desde II-2009 incluye: renta variable euro (que ya incluye RVN). (5) Hasta I-2009 incluye: RVI Europa, RVI Japón, RVI EE. UU., RVI emergentes y RVI otros. Desde II-2009 incluye: RVI. (6) Hasta I-2009 incluye: GRV. Desde II-2009 incluye: GRV y garantía parcial. (7) Nuevas categorías desde II-2009. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad como fondos globales. (8) 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			
	2018	2019²	Var. (%)
Número de instituciones	1.024	1.033	0,9
Número de inversores	3.173.245	3.361.901	5,9
Volumen de inversión (millones de euros)	162.335	178.842	10,2
Distribución por país de origen			
Alemania	42	48	14,3
Austria	24	30	25,0
Bélgica	5	5	0,0
Dinamarca	1	1	0,0
Finlandia	9	11	22,2
Francia	263	222	-15,6
Irlanda	200	220	10,0
Liechtenstein	4	4	0,0
Luxemburgo	447	462	3,4
Países Bajos	2	4	100,0
Portugal	0	3	-
Reino Unido	27	23	-14,8

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. Los datos de patrimonio y de número de partícipes se estiman con los datos recibidos hasta la fecha.

Grupo de control	
Sociedad gestora de IIC	
Altas	
Sassola Partners, SGIIC, S. A.	Independiente
Orfeo Capital, SGIIC, S. A.	Independiente
MCH Investment Strategies, SGIIC, S. A.	Independiente
AFI Inversiones Globales, SGIIC, S. A.	Independiente
True Value Investments, SGIIC, S. A.	Independiente
360 Cora, SGIIC, S. A.	Independiente
Olea Gestión de Activos, SGIIC, S. A.	Independiente
Bajas	
Popular Gestión Privada, SGIIC, S. A.	Banco Santander, S. A.
ICR Institutional Investment Management, SGIIC, S. A.	Independiente
Santander Real Estate, S. A., SGIIC	Banco Santander, S. A.
Gestoras extranjeras con sucursal	
Altas	
Adepa Asset Management, S. A., Spain Branch, Sucursal en España	Adepa Asset Management, S. A.
Pictet Asset Management (Europe), S. A., Sucursal en España	Pictet Asset Management (Europe), S. A.
Capital International Management Company S.à r.l., Sucursal en España	Capital International Management Company S.à r.l.
T. Rowe Price (Luxembourg) Management S.à r.l., Sucursal en España	T. Rowe Price (Luxembourg) Management S.à r.l.
Franklin Templeton International Services S.à r.l., Sucursal en España	Franklin Templeton International Services S.à r.l.
Jupiter Asset Management International, S. A., Sucursal en España	Jupiter Asset Management International, S. A.
Financiere de L'Échiquier, S. A., Sucursal en España	Financiere de L'Échiquier, S. A.
Legg Mason Investments (Ireland) Limited, Sucursal en España	Legg Mason Investments (Ireland) Limited
Henderson Management, S. A., Sucursal en España	Henderson Management, S. A.
BMO Asset Management Netherlands BV, Sucursal en España	BMO Asset Management Netherlands BV
Neuberger Berman Asset Management Ireland Ltd, Sucursal en España	Neuberger Berman Asset Management Ireland Limited

Fuente: CNMV.

ESI extranjeras con pasaporte comunitario: Estado miembro de origen¹		
	2018	2019
Número de ESI		
Libre prestación de servicios	2.894	3.020
Alemania	73	95
Austria	20	21
Bélgica	9	10
Bulgaria	10	11
Chipre	208	208
Croacia	1	1
Dinamarca	23	21
Eslovaquia	2	2
Eslovenia	1	1
Estonia	1	1
Finlandia	13	13
Francia	53	61
Grecia	11	11
Holanda	106	120
Hungría	2	2
Irlanda	46	66
Islandia	1	1
Italia	10	12
Letonia	2	2
Liechtenstein	26	28
Lituania	1	1
Luxemburgo	36	44
Malta	27	30
Noruega	29	30
Polonia	1	2
Portugal	9	11
Reino Unido	2.157	2.197
República Checa	3	3
Suecia	13	15
Sucursales	61	65
Alemania	4	9
Chipre	0	3
Francia	2	4
Grecia	1	0
Holanda	3	4
Irlanda	1	5
Luxemburgo	3	3
Noruega	1	1
Polonia	1	1
Portugal	1	1
Reino Unido	43	33
Suecia	1	1
Total	2.955	3.085
Pro memoria: ESI extranjeras fuera del EEE en libre prestación de servicios	3	3
Argentina	1	1
Brasil	1	1
Chile	1	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.

Sociedades y agencias de valores, sociedades gestoras de cartera, empresas de asesoramiento financiero y ESI extranjeras con sucursal: Altas y bajas en 2019

II.8

Anexos
Anexos estadísticos II

Entidad	Grupo de control
Sociedades y agencias de valores	
Altas	
Accurate Quant, AV, S. A.	Independiente
Arfina Capital, AV, S. A.	Independiente
Battle & Partners, AV, S. A.	Independiente
Haltia Capital, AV, S. A.	Independiente
Kersio Global Investment, AV, S. A.	Independiente
King & Shaxson Capital Markets, SV, S. A.	Phillip (UK) Holdings Ltd.
PI Director, AV, S. A.	Independiente
PKF Attest Capital Markets, AV, S. A.	Independiente
Bajas	
Aegon Activos, AV, S. A.	Aegon España, S. A.
Finaduro, SV, S. A.	Unicaja Banco
MCH Investment Strategies, AV, S. A.	MCH Investment, S. A.
Q-Renta, AV, S. A.	Independiente
Empresas de asesoramiento financiero	
Altas	
25 Delta, EAF, S. L.	Independiente
Ennos Value, EAF, S. L.	Independiente
Gestcap Asesores, EAF, S. L.	Independiente
Nextep Asesores Financieros, EAF, S. L.	Independiente
Prestian Financial Advisors, EAF, S. L.	Independiente
Bajas	
360 CorA, EAF, S. L.	Independiente
Accurate Quant, EAF, S. L.	Independiente
AFI Inversiones Financieras Globales, EAF, S. A.	Independiente
Arfina Capital, EAF, S. A.	Independiente
Battle & Fernandez Partners, EAF, S. L.	Independiente
Cobertura Global, EAF, S. L.	Independiente
Cristina Badiola Guerra	Independiente
Ecomt, EAF, S. L.	Independiente
Haltia Capital, EAF, S. L.	Independiente
Iceta Private Wealth Solutions, EAF, S. L.	Independiente
Interconsult Asesores Financieros, EAF, S. L.	Independiente
Isidre Blanch Alonso	Independiente
Juan Carlos Costa Tejedor	Independiente
Livemarkets, EAF, S. A.	Independiente
McLaren Wealth Management, EAF, S. L.	Independiente
Orfeo Capital, EAF, S. L.	Independiente
Pi Asesores Financieros, EAF, S. L.	Independiente
Poniente Capital Management, EAF, S. L.	Independiente
Quantica Empresa de Asesoramiento Financiero Independiente, EAF, S. L.	Independiente
Sassola Partners, EAF, S. L.	Independiente
Summa Patrimonia, EAF, S. L.	Independiente
Valores Financieros y Valores Éticos, EAF, S. L.	Independiente
Veritas Capital, EAF, S. L.	Independiente

**Sociedades y agencias de valores, sociedades gestoras de cartera,
empresas de asesoramiento financiero y ESI extranjeras con sucursal:
Altas y bajas en 2019 (continuación)**

II.8

Entidad	Grupo de control
ESI extranjeras con sucursal	
Altas	
Aberdeen Standard Investments Ireland Limited, Sucursal en España	Aberdeen Standard Investments Ireland Limited
Ares Management Limited, Sucursal en España	Ares Management Limited
Aurel BGC SAS, Sucursal en España	Aurel BGC SAS
BGC Brokers L.P., Sucursal en España	BGC Brokers L.P.
Blackrock (Netherlands) B.V. Madrid Branch, Sucursal en España	Blackrock (Netherlands) B.V. Madrid Branch
Citigroup Global Markets Europe Ag, Sucursal en España	Citigroup Global Markets Europe Ag.
Depaho Ltd, Sucursal en España	Depaho Ltd.
Equities First (London) Limited, Sucursal en España	Equities First (London) Limited
Fisher Investments Ireland Limited, Sucursal en España	Fisher Investments Ireland Limited
IG Europe Gmbh, Sucursal en España	IG Europe Gmbh
Jefferies Gmbh, Sucursal en España	Jefferies Gmbh
Key Way Investments Ltd, Sucursal en España	Key Way Investments Ltd
Macquarie Capital (Ireland) Designated Activity Company, Sucursal en España	Macquarie Capital (Ireland) Designated Activity
Mex Asset Management Gmbh, Sucursal en España	Mex Asset Management Gmbh
Mizuho Securities Europe Gmbh, Sucursal en España	Mizuho Securities Europe Gmbh
Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited, Sucursal en España	Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited
Muzinich & Co. (Dublin) Limited, Sucursal en España	Muzinich & Co. (Dublin) Limited
Nomura Financial Products Europe Gmbh, Sucursal en España	Nomura Financial Products Europe Gmbh
TP ICAP (Europe) S. A., Sucursal en España	TP ICAP (Europe) S. A.
Trade Capital Markets (TCM) Limited, Sucursal en España	Trade Capital Markets (TCM) Limited
Bajas	
Aberdeen Asset Managers Limited, Sucursal en España	Aberdeen Asset Managers Limited
BMO Asset Management Limited, Sucursal en España	BMO Asset Management Limited
BNY Mellon Investment Management EMEA Limited, Sucursal en España	BNY Mellon Investment Management EMEA Limited
Capital International Limited, Sucursal en España	Capital International Limited
Fisher Investments Europe Limited, Sucursal en España	Fisher Investments Europe Limited
Franklin Templeton Investment Management Limited, Sucursal en España	Franklin Templeton Investment Management Limited
GKFX Financial Services Limited, Sucursal en España	GKFX Financial Services Limited
Hanseatic Brokerhouse Financial Services Gmbh, Sucursal en España	Hanseatic Brokerhouse Financial Services Gmbh
Jupiter Asset Management Limited, Sucursal en España	Jupiter Asset Management Limited
Legg Mason Investments (Europe) Limited, Sucursal en España	Legg Mason Investments (Europe) Limited
Nuntius Crimatistiriaki Anonimos Etaireia Paroxis Ependutikon Upiresion, SE	Nuntius Crimatistiriaki Anonimos Etaireia Paroxis Ependutikon Upiresion
Pictet Asset Management Limited, Sucursal en España	Pictet Asset Management Limited
Pioneer Global Investments Limited, Sucursal en España	Pioneer Global Investments Limited
Schroder Investment Management Limited, Sucursal en España	Schroder Investment Management Limited
Stormharbour Securities LLP, Sucursal en España	Stormharbour Securities LLP
T. Rowe Price International Ltd., Sucursal en España	T. Rowe Price International Ltd.

Fuente: CNMV.

Cambios de control en sociedades y agencias de valores, sociedades gestoras de cartera y empresas de asesoramiento financiero. 2019

II.9

Anexos
Anexos estadísticos II

Entidad	Adquiriente
Tomas de control por entidades financieras	
Activotrade Valores, AV, S. A.	Independiente
Alantra Wealth Management, AV, S. A.	Mutua Madrileña
Beka Finance, SV, S. A.	Antracita Capital
Fidentiis Equities, SV, S. A.	Bestinver (Grupo Acciona)

Fuente: CNMV.

ESI españolas con pasaporte comunitario a 31 de diciembre de 2019. Estado miembro de acogida¹

II.10

	2018	2019
Número de ESI con actuación transfronteriza		
Libre prestación de servicios	49	50
Sucursales	7	6
Distribución por países de la actuación transfronteriza de las ESI españolas^{2, 3}		
Libre prestación de servicios		
Alemania	21	22
Austria	13	15
Bélgica	18	20
Bulgaria	3	5
Chipre	2	4
Croacia	1	3
Dinamarca	11	13
Eslovaquia	3	5
Eslovenia	2	4
Estonia	2	4
Finlandia	10	11
Francia	21	21
Grecia	11	13
Hungría	3	5
Irlanda	14	16
Islandia	2	4
Italia	20	21
Letonia	2	4
Liechtenstein	3	5
Lituania	2	4
Luxemburgo	24	25
Malta	8	10
Noruega	9	11
Países Bajos	16	18
Polonia	5	7
Portugal	33	33
Reino Unido	22	22

ESI españolas con pasaporte comunitario a 31 de diciembre de 2019. II.10
Estado miembro de acogida¹ (continuación)

	2018	2019
República Checa	3	4
Rumanía	4	6
Suecia	14	15
Sucursales		
Francia	1	1
Italia	4	4
Países Bajos	1	1
Portugal	1	0
Reino Unido	3	3
Pro memoria: Numero de ESI con actuación transfronteriza fuera del EEE		
Libre prestación de servicios	4	6
Sucursales	1	1
Distribución por países³		
Libre prestación de servicios		
Andorra	1	1
Canadá	0	1
Chile	2	2
Estados Unidos	0	1
Perú	1	1
Suiza	2	4
Sucursales		
Perú	1	1

Fuente: CNMV. (1) No incluye la actuación transfronteriza de las empresas de asesoramiento financiero (EAF). (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.

EAF españolas con pasaporte comunitario: Estado miembro de acogida

II.11

Anexos
Anexos estadísticos II

	2018	2019
Número de EAF con actuación transfronteriza		
Libre prestación de servicios	29	29
Sucursales	2	2
Distribución por países		
Libre prestación de servicios^{1,2}		
Alemania	5	5
Bélgica	1	1
Francia	5	5
Irlanda	2	2
Italia	3	3
Luxemburgo	23	23
Malta	2	2
Países Bajos	1	2
Portugal	3	3
Reino Unido	6	5
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 EAF 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: Estado miembro de origen

II.12

	2018	2019
Número de EE. CC. extranjeras que prestan servicios de inversión en España		
Entidades de crédito comunitarias		
Libre prestación de servicios	403	417
Filiales de EE. CC. comunitarias en régimen de libre prestación de servicios	0	0
Sucursales	51	54
Entidades de crédito extracomunitarias		
Libre prestación de servicios	3	2
Sucursales	3	3
Distribución según el Estado de origen		
Libre prestación de servicios	406	419
Entidades de crédito comunitarias		
Alemania	51	54
Austria	33	34
Bélgica	8	8
Chipre	2	3
Dinamarca	10	9
Eslovaquia	0	1
Finlandia	9	9

	2018	2019
Entidades de crédito extranjeras autorizadas para prestar servicios de inversión en España: Estado miembro de origen (continuación)		
Francia	43	48
Grecia	1	1
Hungría	6	6
Irlanda	26	26
Islandia	1	1
Italia	8	10
Letonia	1	2
Liechtenstein	7	8
Luxemburgo	51	50
Malta	9	9
Noruega	3	4
Países Bajos	26	28
Polonia	1	1
Portugal	14	14
Reino Unido	85	82
República Checa	0	1
Suecia	8	8
Entidades de crédito extracomunitarias	2	2
Australia	1	1
Canadá	1	1
Suiza	1	0
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	8
Austria	1	1
Bélgica	1	1
Francia	9	9
Irlanda	3	5
Italia	4	4
Luxemburgo	8	9
Países Bajos	7	8
Portugal	6	5
Reino Unido	6	4
Entidades de crédito extracomunitarias	3	3
Argentina	1	1
Estados Unidos	1	1
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	-	2	-	-
ACS	1	1	1	-	-
AENA	1	1	-	-	1
Amadeus	1	3	-	-	-
BBVA	-	1	-	-	-
B. Sabadell	1	1	-	-	-
B. Santander	-	1	-	-	-
Bankia	1	-	-	-	1
Bankinter	1	1	1	-	-
Caixabank	1	-	-	1	-
Cellnex	3	2	-	1	-
Cie Automotive	2	5	-	-	-
Enagás	6	-	-	-	-
Ence	1	3	-	1	-
Endesa	-	-	-	-	1
Ferrovial	4	1	1	-	-
Grifols	3	4	-	-	-
Iberdrola	1	2	-	-	-
IAG	1	-	2	-	-
Indra	1	1	2	-	-
Inditex	-	1	-	-	1
Inmobiliaria Colonial	2	2	2	-	-
Mapfre	-	-	-	-	1
MásMóvil	1	4	1	-	-
Mediaset	-	-	-	-	1
Meliá	-	1	-	1	-
Merlin	1	-	1	-	-
Naturgy	2	-	3	-	-
REE	1	1	1	-	-
Repsol	1	1	-	-	-
Siemens Gamesa	-	1	-	-	1
Telefónica	-	3	-	-	-
Viscofan	4	1	2	-	-
Total	43	43	19	6	7

Fuente: CNMV. (1) Composición del Ibex 35 al cierre del ejercicio (sin incluir Arcelor, para la que España no es el Estado miembro de origen).

Referencia Resoluciones

(1/19)	Resolución del Consejo de la CNMV de 28 de enero de 2019
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una entidad de crédito, en su condición de depositaria de IIC, por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 81, letra h), de la LIIC —por no haber actuado en beneficio de los partícipes de un FI—. Se la sanciona con multa de 135.000 euros.
(2/19)	Resolución del Consejo de la CNMV de 28 de enero de 2019
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una ESI por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 283.3 del TRLMV —por incumplimientos en relación con los registros de operaciones—. Se la sanciona con multa de 70.000 euros.
(3/19)	Resolución del Consejo de la CNMV de 20 de febrero de 2019
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona física por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 295.4 del TRLMV —por la realización de prácticas constitutivas de manipulación de mercado—. Se la sanciona con multa por importe de 15.000 euros.
(4/19)	Resolución del Consejo de la CNMV de 20 de febrero de 2019
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una ESI y a una persona física por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 295.4 del TRLMV —por la realización de prácticas constitutivas de manipulación de mercado—. Se la sanciona con multas por importe de 60.000 y 20.000 euros, respectivamente.
(5/19)	Resolución del Consejo de la CNMV de 28 de marzo de 2019
	Resuelve el expediente sancionador incoado a ocho sociedades de seguros pertenecientes a un mismo grupo —en su condición de entidades de interés público (ex artículo 529 quaterdecies de la LSC)— por la presunta comisión, cada una de ellas, de una infracción grave del artículo 296.1 del TRLMV —por no contar con una comisión de auditoría—. Se sanciona a todas ellas —a excepción de una a la que se sobresee el cargo— con multas que oscilan entre un mínimo de 10.000 euros y un máximo de 400.000 euros, con un importe global conjunto de 915.000 euros.
(6/19)	Resolución del Consejo de la CNMV de 28 de marzo de 2019
	Resuelve el expediente sancionador incoado a dos personas físicas por la presunta comisión de sendas infracciones graves del artículo 295.4 del TRLMV —por realización de prácticas constitutivas de manipulación de mercado—, y a una de ellas, además, por una infracción grave del artículo 295.7 del mismo texto legal —por incumplimientos en materia de recomendaciones de inversión—. Se sanciona a una de ellas con multa de 150.000 euros y, a la otra, con dos multas por importe de 50.000 y 15.000 euros.
(7/19)	Resolución del Consejo de la CNMV de 28 de marzo de 2019
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad de capital riesgo (SCR) por la presunta comisión de una infracción leve del artículo 95, letra a), de la LECR. Se la sanciona con multa de 30.000 euros.
(8/19)	Resolución del Consejo de la CNMV de 28 de marzo de 2019
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona física por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 295.4 del TRLMV —por la realización de prácticas constitutivas de manipulación de mercado—. Se la sanciona con multa por importe de 100.000 euros.
(9/19)	Resolución del Consejo de la CNMV de 29 de abril de 2019
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona jurídica extranjera por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 282.3 del TRLMV —por incumplimiento en materia de comunicación de participaciones significativas de una sociedad cotizada—. Se la sanciona con multa por importe de 200.000 euros.
(10/19)	Resolución del Consejo de la CNMV de 29 de mayo de 2019
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una entidad de crédito cotizada y a los miembros de su consejo de administración, por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 296.1 del TRLMV —por incumplimientos en relación con el contenido de los informes anuales de remuneraciones de los consejeros correspondientes a tres ejercicios—. Se sanciona a la entidad con multa de 1.000.000 de euro y a los consejeros, con multas que oscilan entre los 14.000 y los 25.000 euro y que ascienden globalmente a un importe de 141.000 euros.
(11/19)	Resolución del Consejo de la CNMV de 29 de mayo de 2019
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad cotizada por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 282.7 del TRLMV —por el suministro a la CNMV de información relevante no veraz y omitiendo datos relevantes—. Se resuelve con la rebaja de la calificación jurídica —como consecuencia de la entrada en vigor de un cambio legislativo— a infracción grave del artículo 295.15 del TRLM y se la sanciona con multa de 150.000 euros.

Referencia Resoluciones

(12/19)	Resolución del Consejo de la CNMV de 27 de junio de 2019
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una plataforma de financiación participativa (PFP) por diversos incumplimientos de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de financiación empresarial, constitutivos de dos infracciones muy graves y una grave —tipificadas en las letras d) y h) del artículo 92.1 y en la letra f) del artículo 92.2, respectivamente—. Se la sanciona con tres multas por importe global de 215.000 euros.
(13/19)	Resolución del Consejo de la CNMV de 24 de julio de 2019
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona jurídica y a la persona física que la controla por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 282.3 del TRLMV —por incumplimiento en materia de comunicación de participaciones significativas de una sociedad cotizada—. Se sanciona a la persona jurídica con multa de 200.000 euros y a la persona física, con multa de 100.000 euros.
(14/19)	Resolución del Consejo de la CNMV de 20 de septiembre de 2019
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad cotizada y a cinco miembros de su consejo de administración por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 296.1 del TRLMV —por incumplimientos en relación con el contenido del informe anual de remuneraciones de los consejeros—. Se sanciona a la entidad con multa de 100.000 euros y, en cuanto a los consejeros, se sanciona a cuatro de ellos con multas que oscilan entre los 5.000 y los 10.000 euros —con un importe global conjunto de 25.000 euros— y se declara la inexistencia de responsabilidad de uno de ellos.
(15/19)	Resolución del Consejo de la CNMV de 24 de octubre de 2019
	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 el uso de información privilegiada—. Se le sobreescribe el expediente, al haber sido condenada penalmente por la misma conducta.
(16/19)	Resolución del Consejo de la CNMV de 19 de diciembre de 2019
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad gestora de IIC por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 81, letra b), de la LIIC —por deficiencias de información en las cuentas anuales, estados reservados e informes periódicos correspondientes a varios ejercicios económicos—. Se la sanciona con multa de 90.000 euros.
(17/19)	Resolución del Consejo de la CNMV de 19 de diciembre de 2019
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona física por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 282.3 del TRLMV —por incumplimiento en materia de comunicación de participaciones significativas de una sociedad cotizada—. Se la sanciona con multa por importe de 150.000 euros.

Relación de resoluciones judiciales recaídas en recursos contencioso-administrativos (R.C.A.) durante 2019 contra resoluciones en materia de sanciones

III.3

N.º	Fecha	Tribunal	N.º de R.C.A.	Resolución	Acto recurrido
1	31/01/2019	Audiencia Nacional	830/2016	Sentencia	Resolución MECC 12/09/2016
Confirma las sanciones impuestas a una sociedad cotizada y los miembros de su consejo de administración, en relación con una infracción grave del artículo 100, letra b), de la LMV, por resolución del Consejo de la CNMV de 28 de octubre de 2015, confirmada en alzada por resolución del Ministerio de Economía y Competitividad de 12 de septiembre de 2016.					
2	31/01/2019	Audiencia Nacional	3053/2014	Sentencia	Orden MECC 24/11/2014
Confirma las sanciones impuestas a una sociedad cotizada y a los miembros de su comisión de auditoría, en relación con una infracción muy grave del artículo 99, letra m), de la LMV, por orden del Ministerio de Economía y Competitividad de 23 de mayo de 2014, confirmada en reposición por orden del mismo ministerio de 24 de noviembre de 2014.					
3	12/02/2019	Audiencia Nacional	482/2017	Sentencia	Resolución MEIC 19/04/2017
Confirma la sanción impuesta a una persona física, en relación con una infracción muy grave del artículo 99, letra o), de la LMV, impuesta por resolución del Consejo de la CNMV de 18 de mayo de 2016, confirmada en alzada por resolución del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad de 19 de abril de 2017.					
4	12/02/2019	Audiencia Nacional	731/2017	Sentencia	Resolución MEIC 07/09/2017
Confirma la sanción impuesta a una persona física, en relación con una infracción muy grave del artículo 99, letra o), de la LMV, por resolución del Ministerio de Economía y Competitividad de 20 de mayo de 2016, confirmada en reposición por resolución del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad de 7 de septiembre de 2017.					
5	19/02/2019	Audiencia Nacional	554/2017	Sentencia	Resolución MEIC 08/05/2017
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 resolución del Consejo de la CNMV de 15 de julio de 2016, confirmada en alzada por resolución del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad de 8 de mayo de 2017.					
6	26/02/2019	Audiencia Nacional	701/2017	Sentencia	Resolución MEIC 18/09/2017
Confirma la sanción impuesta a una persona física, en relación con una infracción muy grave del artículo 99, letra o), de la LMV, por resolución del Ministerio de Economía y Competitividad de 17 de febrero de 2017, confirmada en reposición por resolución del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad de 18 de septiembre de 2017.					
7	04/03/2019	Audiencia Nacional	673/2017	Sentencia	Resolución MEIC 07/09/2017
Confirma las sanciones impuestas a una ESI y a su consejero delegado, en relación con sendas infracciones muy graves del artículo 99, letra o), de la LMV, por resolución del Ministerio de Economía y Competitividad de 20 de mayo de 2016, confirmada en reposición por resolución del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad de 7 de septiembre de 2017.					
8	13/03/2019	Audiencia Nacional	29/2018	Sentencia	Resolución MEIC 20/07/2017
Inadmite el recurso interpuesto por el apoderado de una ESI contra la resolución del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad de 20 de julio de 2017, que confirma en alzada la sanción que, en relación con una infracción muy grave del artículo 283.3 del TRLMV, le fue impuesta por resolución del Consejo de la CNMV de 7 de diciembre de 2016.					
9	13/03/2019	Audiencia Nacional	31/2018	Sentencia	Resolución MEIC 20/07/2017
Inadmite el recurso interpuesto por una ESI contra la resolución del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad de 20 de julio de 2017, que confirma en alzada las sanciones que, en relación con varias infracciones muy graves —tres del artículo 283.3 y una del artículo 284.1, ambos del TRLMV— le fueron impuestas por resolución del Consejo de la CNMV de 7 de diciembre de 2016.					
10	13/03/2019	Tribunal Supremo	415/2015	Sentencia	Sentencia AN 02/11/2017
Desestima el recurso de casación interpuesto por la Administración General del Estado contra la sentencia de la Audiencia Nacional de 2 de noviembre de 2017, que anulaba 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 orden del ministro de Economía de 7 de mayo de 2014, confirmada en reposición por resolución del Ministerio de Economía y Competitividad de 28 de septiembre de 2015.					
11	13/03/2019	Tribunal Supremo	242/2015	Sentencia	Sentencia AN 04/10/2017
Desestima el recurso de casación interpuesto contra la sentencia de la Audiencia Nacional de 4 de octubre de 2017, confirmando la sanción impuesta a la entidad de crédito recurrente, en relación con una infracción muy grave del artículo 99, letra z) bis, de la LMV, por resolución del Ministerio de Economía y Competitividad de 7 de abril de 2015.					

Relación de resoluciones judiciales recaídas en recursos contencioso-administrativos (R.C.A.) durante 2019 contra resoluciones en materia de sanciones (continuación)

III.3

N.º	Fecha	Tribunal	N.º de R.C.A.	Resolución	Acto recurrido
12	13/03/2019	Audiencia Nacional	679/2017	Sentencia	Resolución MEIC 18/09/2017
Confirma la sanción impuesta a una persona física, en relación con una infracción grave del artículo 100, letra x), de la LMV, por resolución del Consejo de la CNMV de 15 de junio de 2016, confirmada en alzada por resolución del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad de 18 de septiembre de 2017.					
13	19/03/2019	Audiencia Nacional	678/2016	Sentencia	Resolución MECC 30/06/2016
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 21 de abril de 2015, confirmada en reposición por resolución del mismo ministerio de 30 de junio de 2016.					
14	29/03/2019	Audiencia Nacional	30/2018	Sentencia	Resolución MEIC 20/07/2019
Inadmite el recurso interpuesto por el administrador de una ESI contra la resolución del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad de 20 de julio de 2017, que confirma en alzada la sanción que, en relación con una infracción muy grave del artículo 283.3 del TRLMV le fue impuesta por resolución del Consejo de la CNMV de 7 de diciembre de 2016.					
15	29/05/2019	Tribunal Supremo	1/2016	Sentencia	Sentencia AN 11/01/2018
Desestima el recurso de casación interpuesto contra la sentencia de la Audiencia Nacional de 11 de enero de 2018, que estimaba parcialmente el recurso interpuesto contra la resolución del Ministerio de Economía y Competitividad de 23 de diciembre de 2015 que confirmaba en reposición la resolución del mismo ministerio de 7 de julio de 2015, por la que, en relación con una infracción muy grave del artículo 99, letra p), de la LMV, se sancionaba a la persona física recurrente.					
16	07/06/2019	Tribunal Supremo	135/2017	Auto	Sentencia AN 11/10/2018
Inadmite, por carecer manifiestamente de interés casacional, el recurso de casación número 194/2019 interpuesto contra la sentencia de la Audiencia Nacional de 11 de octubre de 2018.					
17	13/06/2019	Audiencia Nacional	287/2018	Sentencia	Resolución MEIC 19/01/2018
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 27 de febrero de 2017, confirmada en alzada por resolución del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad de 19 de enero de 2018.					
18	20/06/2019	Audiencia Nacional	447/2018	Sentencia	Resolución CNMV 17/04/2018
Confirma la sanción impuesta a una persona física, en relación con una infracción muy grave del artículo 99, letra i), de la LMV, por resolución del Consejo de la CNMV de 17 de abril de 2018.					
19	21/06/2019	Audiencia Nacional	348/2015	Sentencia	Resolución MECC 18/06/2015
Estima el recurso contencioso-administrativo interpuesto por una entidad de crédito contra la resolución del Ministerio de Economía y Competitividad de 18 de junio de 2015, que confirma en reposición resolución del mismo ministerio de 13 de junio de 2014, y anula la sanción impuesta en relación con una infracción muy grave del artículo 99, letra z) bis, de la LMV.					
20	25/06/2019	Audiencia Nacional	1084/2018	Sentencia	Resolución MEE 03/09/2018
Confirma las sanciones impuestas a una persona física, en relación con una infracción muy grave del artículo 99, letra o), y una infracción grave del artículo 100, letra x), ambos de la LMV, por resolución del Consejo de la CNMV de 25 de octubre de 2017, confirmada en alzada por resolución del Ministerio de Economía y Empresa de 3 de septiembre de 2018.					
21	27/06/2017	Audiencia Nacional	888/2016	Sentencia	Resolución MECC 22/09/2016
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 20 de abril de 2016, confirmada en alzada por resolución del Ministerio de Economía y Competitividad de 22 de septiembre de 2016.					
22	04/07/2019	Audiencia Nacional	392/2018	Sentencia	Resolución MEIC 06/02/2018
Confirma la sanción impuesta a una ESI, en relación con una infracción grave del artículo 295.4 del TRLMV, por resolución del Consejo de la CNMV de 27 de febrero de 2017, confirmada en alzada por resolución del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad de 6 de febrero de 2018.					
23	15/07/2019	Tribunal Supremo	911/2016	Sentencia	Sentencia AN 24/05/2018
Desestima el recurso de casación interpuesto contra SAN de 24 de mayo de 2018, confirmando la sanción impuesta a la entidad de crédito recurrente, 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.					
24	17/07/2019	Audiencia Nacional	16/2018	Sentencia	Resolución MEIC 20/07/2017

Relación de resoluciones judiciales recaídas en recursos contencioso-administrativos (R.C.A.) durante 2019 contra resoluciones en materia de sanciones (continuación)

III.3

N.º	Fecha	Tribunal	N.º de R.C.A.	Resolución	Acto recurrido
					Inadmite el recurso contencioso-administrativo interpuesto contra la resolución del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad de 20 de julio de 2017, que confirma en alzada la sanción impuesta al administrador de una ESI, en relación con una infracción muy grave del artículo 283.3 del TRLMV, por resolución del Consejo de la CNMV de 7 de diciembre de 2016.
25	23/07/2019	Audiencia Nacional	1254/2018	Sentencia	Resolución MEE 28/09/2018
					Confirma las sanciones impuestas a una ESI y a su consejero delegado, en relación con una infracción grave del artículo 100, letra w), de la LMV, por resolución del Consejo de la CNMV de 1 de febrero de 2018, confirmada en alzada por resolución del Ministerio de Economía y Empresa de 28 de septiembre de 2018.
26	11/09/2019	Audiencia Nacional	1157/2018	Sentencia	Resolución MEE 28/09/2018
					Confirma la sanción impuesta a una sociedad cotizada, en relación con una infracción grave del artículo 100, letra w), de la LMV, por resolución del Consejo de la CNMV de 17 de abril de 2018, confirmada en alzada por resolución del Ministerio de Economía y Empresa de 28 de septiembre de 2018.
27	13/09/2019	Audiencia Nacional	790/2016	Sentencia	Resolución MECC 12/09/2016
					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 orden del Ministerio de Economía y Competitividad de 5 de junio de 2015, confirmada en reposición por resolución del mismo ministerio de 12 de septiembre de 2016.
28	04/10/2019	Tribunal Supremo	482/2017	Auto	Sentencia AN 12/12/2019
					Inadmite, por carecer manifiestamente de interés casacional, el recurso de casación número 2991/2019 interpuesto contra la sentencia de la Audiencia Nacional de 12 de febrero de 2019.
29	09/10/2019	Audiencia Nacional	1255/2018	Sentencia	Resolución MEE 28/09/2018
					Confirma la sanción impuesta a una ESI, en relación con una infracción leve del artículo 300.1 del TRLMV, por resolución del Consejo de la CNMV de 17 de abril de 2018, confirmada en alzada por resolución del Ministerio de Economía y Empresa de 28 de septiembre de 2018.
30	22/10/2019	Audiencia Nacional	104/2018	Sentencia	Resolución MEIC 06/02/2018
					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 resolución del Consejo de la CNMV de 27 de junio de 2017, confirmada en alzada por resolución del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad de 6 de febrero de 2018.
31	07/11/2019	Tribunal Supremo	3053/2014	Auto	Sentencia AN 31/01/2019
					Admite el recurso de casación número 2981/2019, interpuesto contra la sentencia de la Audiencia Nacional de 31 de enero de 2019, al considerar la cuestión planteada de interés casacional objetivo para la formación de jurisprudencia.
32	07/11/2019	Tribunal Supremo	678/2016	Auto	Sentencia AN 19/03/2019
					Inadmite, por carecer manifiestamente de interés casacional, el recurso de casación número 4316/2019 interpuesto contra la sentencia de la Audiencia Nacional de 19 de marzo de 2019.
33	13/11/2019	Audiencia Nacional	1082/2018	Sentencia	Resolución MEE 3/09/2018
					Confirma la sanción impuesta a una persona jurídica, en relación con una infracción muy grave del artículo 99, letra o), de la LMV, por resolución del Consejo de la CNMV de 25 de octubre de 2017, confirmada en alzada por resolución del Ministerio de Economía y Empresa de 3 de septiembre de 2018.

Anexos legislativos

A Legislación española

A.1 Comisión Nacional del Mercado Valores

- **Acuerdo de 20 de febrero de 2019**, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por el que se aprueba el código de conducta relativo a las inversiones de las entidades sin ánimo de lucro.
- **Resolución de 25 de febrero de 2019**, de la Abogacía General del Estado-Dirección del Servicio Jurídico del Estado, por la que se publica el Convenio de asistencia jurídica con la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- **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.

La circular recoge nuevas definiciones de los fondos monetarios adaptadas a las nuevas normas comunes de la Unión Europea en la materia (Reglamento (UE) 2017/1131). Las gestoras deberán adaptar la información sobre la vocación de los fondos a la nueva tipología. Entró en vigor el 9 de abril de 2019.

- **Resolución de 11 de abril de 2019**, de la Presidencia de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica el Convenio de colaboración con el Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, para la consulta de la titularidad real de sociedades mercantiles a través del Registro Mercantil y otra información de los Registros de la Propiedad y Mercantiles.

Esta resolución tiene por objeto publicar el Convenio que define el acceso del supervisor a la información del Registro de la Propiedad y Mercantil en el desarrollo de sus funciones de supervisión, incluida información sobre la titularidad real de entidades inscritas en los citados registros mercantiles.

- **Resolución de 27 de junio de 2019**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre medidas de intervención de producto relativas a opciones binarias y contratos financieros por diferencias.

El 22 de mayo de 2018, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) adoptó la decisión de prohibir la comercialización, distribución o venta de opciones binarias a los inversores minoristas en la Unión Europea desde el 2 de julio de 2018 y la decisión de restringir la comercialización, distribución o venta de contratos por diferencias a los inversores minoristas en la Unión Europea a partir del 1 de agosto de 2018.

La CNMV ha considerado conveniente adoptar una resolución que permita la implementación de estas medidas en España de manera indefinida y que clarifique su forma de aplicación en el contexto de nuestro marco normativo, especialmente su interacción con la Circular 1/2018, de 12 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre advertencias relativas a instrumentos financieros.

La resolución entró en vigor al día siguiente al vencimiento de las medidas de intervención establecidas en las decisiones de ESMA sobre opciones binarias y contratos financieros por diferencias, respectivamente. En consecuencia, el capítulo I, referente a opciones binarias, entró en vigor el 2 de julio de 2019 y el capítulo II, referente a contratos financieros por diferencias, entró en vigor el 1 de agosto de 2019.

Las medidas contenidas en esta resolución seguirán aplicándose en la jurisdicción española mientras no se aprecien cambios en las condiciones de mercado que permitan su derogación.

- **Resolución de 11 de julio de 2019**, de la Secretaría General Técnica, por la que se publica el Convenio con la Comisión Nacional del Mercado de Valores para la persecución del fraude financiero por personas o entidades no autorizadas.

Este convenio tiene por objeto fijar el marco de colaboración entre la Dirección General de la Guardia Civil, a través de la Jefatura de Policía Judicial, y la CNMV en materia de persecución del fraude financiero y de las personas que operan al margen de los cauces legales previstos en la normativa del mercado de valores (personas o entidades no autorizadas).

- **Resolución de 17 de julio de 2019**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica la Adenda para prorrogar la encomienda de gestión al Banco de España, para la realización de labores de apoyo en la supervisión de modelos internos de solvencia de empresas de servicios de inversión.

Con fecha 12 de julio de 2019 se suscribió la adenda por la que se prorroga la encomienda de gestión de la CNMV al Banco de España para la realización de labores de apoyo en la supervisión de modelos internos de solvencia de empresas de servicios de inversión.

- **Resolución de 24 de octubre de 2019**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica el anexo I de la de 16 de noviembre de 2011, por la que se crea y regula el Registro Electrónico de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

El anexo I de la citada resolución recoge la relación de trámites mediante documentos electrónicos normalizados susceptibles de ser presentados en el registro electrónico de la CNMV. La entrada en vigor de numerosas normas comunitarias que crean y desarrollan nuevos tipos de entidades y nuevas obligaciones de comunicación a la CNMV aconsejan la incorporación de trámites adicionales a dicho anexo I. Se modifica por tanto el anexo I de la Resolución de 16 de noviembre de 2011 con el fin de incorporar 13 nuevos trámites y eliminar 2 trámites anteriores.

- **Circular 2/2019, de 27 de noviembre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular 1/2017, de 26 de abril, sobre los contratos de liquidez.

Se incorporan unas modificaciones que responden a la demanda de los participantes del mercado y pretenden lograr el acceso a los contratos de liquidez de un mayor número de sociedades emisoras —especialmente de aquellas cuyas acciones tienen una liquidez menor— y modular ciertas restricciones a la operativa del intermediario financiero en periodos de subasta.

Las principales modificaciones introducidas son:

- Se establece un nuevo límite alternativo de volumen máximo diario aplicable a compañías del Mercado Alternativo Bursátil (MAB) y a las compañías del primer mercado con menor nivel de liquidez.
- Se elimina con carácter general la prohibición de mantener órdenes de compra y venta de acciones simultáneas durante el periodo de subasta.

Esta circular se publicó en el *Boletín Oficial del Estado* el 10 de diciembre de 2019 y entrará en vigor a los tres meses de su publicación.

- **Acuerdo de 19 de diciembre de 2019**, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre iniciación del procedimiento de renovación del Comité Consultivo.
- **Resolución de 19 de diciembre de 2019**, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se aprueba el Reglamento de Régimen Interior de la Comisión.

El anterior Reglamento de régimen interior (RRI) de la CNMV se aprobó mediante resolución del Consejo de la CNMV de 10 de julio de 2003. Desde entonces, se han sucedido hasta 10 modificaciones de mayor o menor intensidad. La presente resolución, que aprueba un nuevo RRI, integra las modificaciones antes referidas en un único texto e incorpora algunas novedades al objeto de mejorarlo y actualizarlo.

Entre las novedades destaca la actualización del régimen aplicable a la operativa con instrumentos financieros del personal de la CNMV para alinearlos en mayor medida con el de organismos homólogos europeos. Asimismo, se modifica el régimen de incompatibilidades del personal teniendo en cuenta el actualmente vigente en el ámbito general de la Administración pública; se establece un mecanismo interno de denuncias de conductas irregulares; se prevé expresamente la existencia de un comité interno de riesgos y de un comité de seguimiento de riesgos sistémicos en los mercados de valores; se establecen medidas adicionales de protección del personal de la CNMV cuando actúa en el ejercicio de sus funciones; se incorporan al texto medidas para flexibilizar ciertos trámites, y se introducen reglas adicionales sobre el funcionamiento de los órganos colegiados de la CNMV.

El nuevo RRI actualiza también referencias normativas y aspectos organizativos externos e internos a la CNMV e introduce algunas mejoras de técnica normativa.

A.2 Trasposición de normativa europea

- **Ley Orgánica 1/2019, de 20 de febrero**, por la que se modifica la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal, para transponer Directivas de la Unión Europea en los ámbitos financiero y de terrorismo, y abordar cuestiones de índole internacional.

Esta ley orgánica tiene por objeto la trasposición a nuestro ordenamiento de la Directiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado, la Directiva 2017/541/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de marzo de 2017, relativa a la lucha contra el terrorismo y la Directiva (UE) 2017/1371 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 5 de julio de 2017, sobre la lucha contra el fraude que afecta a los intereses financieros de la Unión a través del derecho penal, así como el perfeccionamiento de la trasposición de la Directiva 2014/62/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a la protección penal del euro y otras monedas frente a la falsificación.

La trasposición de la Directiva 2014/57/UE contempla tres tipos penales diferenciados en la línea seguida por la propia directiva, que exige que los Estados miembros tipifiquen como infracciones penales, al menos en los casos graves y cuando se hayan cometido intencionadamente, las operaciones con información privilegiada, incluida la recomendación o inducción a otra persona a realizar operaciones con información privilegiada, la comunicación ilícita de información privilegiada y la manipulación de mercado, en los términos que se especifican en sus artículos 3 a 5. Todo ello con el fin de garantizar, en primer término, la integridad de los mercados financieros de la Unión y de aumentar, en un segundo plano, la protección de los inversores y la confianza en esos mercados.

Además, exige la consideración como infracciones penales de los actos de incitación, complicidad y tentativa de las indicadas operaciones e, igualmente, la responsabilidad de las personas jurídicas en relación con la comisión de tales hechos delictivos.

La citada directiva forma parte del paquete integrado también por el Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado, el cual ha sido completado por dos normas derivadas: el Reglamento Delegado (UE) 2016/522 de la Comisión, de 17 de diciembre de 2015, en lo que respecta a la exención relativa a determinados bancos centrales y organismos públicos de terceros países, los indicadores de manipulación de mercado, los umbrales de divulgación, la autoridad competente para las notificaciones de retrasos, la autorización de negociación durante periodos limitados y los tipos de operaciones de notificación obligatoria realizadas por los directivos; y el Reglamento Delegado (UE) 2016/957 de la Comisión, de 9 de marzo de 2016, en lo que respecta a las normas técnicas de regulación aplicables a los mecanismos, sistemas y procedimientos apropiados, así como a las plantillas de notificación, que deben utilizarse para prevenir, detectar y notificar prácticas abusivas u órdenes u operaciones sospechosas.

Se opta por unos tipos penales que, en las conductas de mayor gravedad de manipulación de mercado y realización de operaciones con información privi-

legiada, se configuran como delitos graves. El bien jurídico protegido no se configura tanto en atención al contenido patrimonial o al propio orden socioeconómico como a la integridad de los mercados y la confianza de los inversores que actúan en ellos.

La trasposición de esta directiva requiere de una modificación específica del Código Penal, a fin de ajustar el contenido de sus artículos 284 y 285 a las previsiones de aquella norma, así como para incorporar un precepto que extienda, en los términos de esta directiva, el alcance conceptual de aquellos preceptos.

Adicionalmente, se incorporan en el Código Penal tres nuevos preceptos: el artículo 285 bis para tipificar la comunicación ilícita de información privilegiada cuando ponga en peligro la integridad del mercado o la confianza de los inversores; el artículo 285 ter para remitir, con pleno respeto del principio de legalidad, los contenidos conceptuales (instrumentos financieros, contratos, conductas, operaciones y órdenes previstos) a la normativa europea y española en materia de mercado e instrumentos financieros y el artículo 285 quáter para establecer de manera expresa la punición de los actos de proposición, conspiración y provocación a los tres delitos mencionados. También se reordena el reproche a los actos cometidos por una persona jurídica, cuando se declare su responsabilidad penal, en consonancia con la gravedad de las conductas de la persona física.

La Directiva (UE) 2017/1371 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 5 de julio de 2017, sobre la lucha contra el fraude que afecta a los intereses financieros de la Unión a través del derecho penal, supone la regulación armonizada de estos fraudes, así como la penalización de otras conductas íntimamente vinculadas con ellos: el blanqueo de capitales, el cohecho y la malversación. Una de las primeras novedades que aporta la directiva es el aumento de la cuota defraudada para establecer la infracción penal contra la Hacienda de la Unión Europea, a cuyo efecto se han adaptado los correspondientes artículos. Igualmente, y para dar solución a problemas concursales que en la práctica se producían en la aplicación de los artículos 306 y 308, se ha optado por una regulación conjunta.

También como novedad introducida por la directiva y que prevé el artículo 4.4, letra b), es la ampliación del concepto de funcionario público que debe tenerse en cuenta en los delitos de cohecho y malversación (funcionarios extranjeros y de la Unión Europea para los delitos de cohecho).

Por otra parte, se perfecciona la trasposición de la Directiva 2014/62/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a la protección penal del euro y otras monedas frente a la falsificación.

Finalmente, se completa la regulación de los delitos de corrupción de acuerdo con las directrices del Grupo de Estados Contra la Corrupción (GRECO).

Esta ley orgánica entrará en vigor a los 20 días de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*.

A.3 Otras normas

- **Ley 1/2019, de 20 de febrero**, de Secretos Empresariales.
- **Orden ECE/228/2019, de 28 de febrero**, sobre cuentas de pago básicas, procedimiento de traslado de cuentas de pago y requisitos de los sitios web de comparación.
- **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.

El objeto de este real decreto-ley es la adopción de medidas de adaptación del ordenamiento jurídico español, con el fin de hacer frente a las consecuencias de la retirada de la Unión Europea del Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte —y de la Colonia de Gibraltar— sin un acuerdo celebrado con arreglo a lo dispuesto en el artículo 50.2 del Tratado de la Unión Europea.

Se destaca el capítulo IV, Actividades económicas, sección 1.^a (Servicios financieros). Respecto a ellas establece un marco para garantizar la continuidad de los contratos de servicios financieros prestados en España por entidades financieras radicadas en el Reino Unido o en Gibraltar. Una retirada sin acuerdo del Reino Unido de la Unión Europea podría tener repercusiones en el sistema financiero.

Para evitar que el incremento de la incertidumbre y la pérdida del acceso al mercado europeo pudieran afectar a la estabilidad financiera o llegar a perjudicar a los clientes de los servicios financieros, se incluye una sección con medidas de contingencia relacionadas con dichos servicios. Esta sección complementa las medidas adoptadas por la Comisión Europea, que ha limitado su actuación a garantizar las funciones críticas del sistema financiero europeo que dependen del acceso al mercado del Reino Unido.

Este real decreto-ley entrará en vigor el día en que los Tratados de la Unión Europea dejen de aplicarse al Reino Unido, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 50.3 del Tratado de la Unión Europea.

No obstante, este real decreto-ley no entrará en vigor en caso de que, previamente a dicha fecha, haya entrado en vigor un acuerdo de retirada formalizado entre la Unión Europea y el Reino Unido, de conformidad con el artículo 50.2 del Tratado de la Unión Europea.

- **Real Decreto-ley 6/2019, de 1 de marzo**, de medidas urgentes para garantía de la igualdad de trato y de oportunidades entre mujeres y hombres en el empleo y la ocupación.
- **Real Decreto 102/2019, de 1 de marzo**, por el que se crea la Autoridad Macropudencial Consejo de Estabilidad Financiera, se establece su régimen jurídico y se desarrollan determinados aspectos relativos a las herramientas macropudenciales.

Tiene por objeto la creación de la Autoridad Macropudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI) como autoridad macropudencial nacional destinada a identificar, prevenir y mitigar el desarrollo del riesgo sistémico y procurar una contribución sostenible del sistema financiero al crecimiento económico y al desarrollo de las herramientas macropudenciales que pueden adoptar el Banco de España, la CNMV y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, así como el procedimiento para su comunicación a la AMCESFI antes de su adopción.

- **Resolución de 6 de marzo de 2019**, de la Oficina Independiente de Regulación y Supervisión de la Contratación, por la que se publica la Instrucción 1/2019, de 28 de febrero, sobre contratos menores, regulados en la Ley 9/2017, de 8 de noviembre.
- **Ley 5/2019, de 15 de marzo**, reguladora de los contratos de crédito inmobiliario.

Esta ley tiene por objeto establecer determinadas normas de protección de las personas físicas que sean deudores, fiadores o garantes de préstamos que estén garantizados mediante hipoteca u otro derecho real de garantía sobre bienes inmuebles de uso residencial o cuya finalidad sea adquirir o conservar derechos de propiedad sobre terrenos o inmuebles construidos o por construir.

La disposición final primera modifica la Ley Hipotecaria con la finalidad de integrar en ella las mejoras en la protección de los prestatarios en materia de vencimiento anticipado y el interés de demora y otras de carácter técnico.

La disposición final tercera modifica la Ley 2/1994, de 30 de marzo, sobre subrogación y modificación de préstamos hipotecarios, modificada por la Ley 41/2007, de 7 de diciembre, por la que se modifica la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario y otras normas del sistema hipotecario y financiero, de regulación de las hipotecas inversas y el seguro de dependencia y por la que se establecen determinadas normas tributarias.

La disposición final séptima modifica la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, con la finalidad de dar acceso a la Central de Información de Riesgos del Banco de España a todas las entidades prestamistas de crédito inmobiliario.

La disposición final undécima modifica la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, con el fin de clarificar las condiciones y requisitos necesarios con que la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria, S. A. (SAREB) puede iniciar una demanda ejecutiva a efectos de que pueda desarrollar de forma eficaz las funciones que tiene encomendadas, preservándose su posición para la ejecución de las garantías de los activos financieros adquiridos. Dicha medida se enmarca en el objeto social singular de la SAREB y en el interés público derivado de su actividad dentro del proceso de reestructuración y saneamiento del sector bancario español.

Esta ley entrará en vigor a los tres meses de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*.

- **Circular 2/2019, de 29 de marzo**, del Banco de España, sobre los requisitos del Documento Informativo de las Comisiones y del Estado de Comisiones, y los sitios web de comparación de cuentas de pago, y que modifica la Circular 5/2012, de 27 de junio, a entidades de crédito y proveedores de servicios de pago, sobre transparencia de los servicios bancarios y responsabilidad en la concesión de préstamos
- **Real Decreto 259/2019, de 12 de abril**, por el que se regulan las Unidades de Igualdad de la Administración General del Estado.

El artículo 77 de la Ley Orgánica 3/2007, de 22 de enero, para la igualdad efectiva de mujeres y hombres dispone que «en todos los Ministerios se encomendará a uno de sus órganos directivos el desarrollo de las funciones relacionadas con el principio de igualdad entre mujeres y hombres en el ámbito de las materias de su competencia».

El presente real decreto desarrolla las referidas Unidades de Igualdad, precisando su alcance, en tanto que instrumento para garantizar la aplicación efectiva de dicho principio en la Administración General del Estado.

Esta disposición será de aplicación a la Administración General del Estado y a las Unidades de Igualdad que se constituyan en los organismos públicos, vinculados o dependientes de ella.

- **Real Decreto 309/2019, de 26 de abril**, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 5/2019, de 15 de marzo, reguladora de los contratos de crédito inmobiliario y se adoptan otras medidas en materia financiera.

Este real decreto tiene por objeto el desarrollo de aquellas provisiones de la Ley 5/2019, de 15 de marzo, reguladora de los contratos de crédito inmobiliario preceptivas para la plena trasposición de la Directiva 2014/17/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de febrero de 2014, sobre los contratos de crédito celebrados con los consumidores para bienes inmuebles de uso residencial y por la que se modifican las Directivas 2008/48/CE y 2013/36/UE y el Reglamento (UE) n.º 1093/2010 y de otras necesarias para garantizar los derechos reconocidos a los prestatarios, fiadores y garantes en la Ley 5/2019, de 15 de marzo.

En concreto, establece los requisitos exigibles para la prestación de servicios de asesoramiento y para el registro de los prestamistas inmobiliarios, las obligaciones de información del prestamista inmobiliario al prestatario y la utilización de medios telemáticos en la remisión de documentación por el prestamista, el intermediario de crédito inmobiliario o representante designado al notario. Asimismo, determina las características exigibles al seguro de responsabilidad civil profesional o aval bancario de los intermediarios de crédito y sus condiciones.

La disposición final segunda modifica el Real Decreto 1012/2015, de 6 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, y por el que se modifica el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos de entidades de crédito. Prevé la trasposición del artículo 108.6 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, y por la que se modifican la Directiva 82/891/CEE del Consejo, y las Directivas 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE y 2013/36/UE, y los Reglamentos (UE) n.º 1093/2010 y (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo. Dicho artículo 108.6 fue introducido por la Directiva (UE) 2017/2399, de 12 de diciembre de 2017, en cuanto a la jerarquía de pasivos en caso de concurso.

Así pues, se añade una disposición adicional cuarta al Real Decreto 1012/2015, de 6 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, y por el que se modifica el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos de entidades de crédito, con el siguiente tenor:

Disposición adicional cuarta. Régimen aplicable en caso de concurso de una entidad.

A los efectos de la disposición adicional decimocuarta apartado 2.b) de la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, no se considerará que los instrumentos de deuda contienen derivados implícitos solamente por el hecho de estar referenciados a tipos de interés variable derivados de tipos de referencia de uso generalizado, o por no estar denominados en la moneda nacional del emisor, siempre que el capital, el reembolso y el interés estén denominados en la misma moneda.

El presente real decreto entró en vigor el 16 de junio de 2019, a excepción de lo previsto en la disposición transitoria segunda, el apartado segundo de la disposición derogatoria única y la disposición final segunda, que entraron en vigor el día siguiente al de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*.

- **Orden ECE/482/2019, de 26 de abril**, por la que se modifican la Orden EHA/1718/2010, de 11 de junio, de regulación y control de la publicidad de los servicios y productos bancarios, y la Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios.

Esta orden establece los criterios para la determinación del ejemplo representativo en relación con la información básica que debe figurar en la publicidad de los préstamos inmobiliarios, los requisitos mínimos de conocimientos y competencia exigibles al personal al servicio del prestamista, intermediario de crédito o representante designado y los plazos y términos en que debe facilitarse información al prestatario en el caso de que se trate de un préstamo concedido en moneda extranjera. Se desarrolla el contenido concreto de la ficha de advertencias estandarizadas.

Esta orden entró en vigor el 16 de junio de 2019, subsistiendo hasta esta fecha la obligación de facilitar la ficha de información personalizada (FIPER), a excepción de los apartados siete y doce del artículo segundo, que entrarán en vigor a los tres meses de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*.

- **Orden PCI/566/2019, de 21 de mayo**, por la que se publica el Acuerdo del Consejo de Ministros de 12 de abril de 2019, por el que se aprueba el Plan para el

impulso de la contratación pública socialmente responsable en el marco de la Ley 9/2017, de 8 de noviembre, de Contratos del Sector Público, por la que se transponen al ordenamiento jurídico español las Directivas del Parlamento Europeo y del Consejo 2014/23/UE y 2014/24/UE, de 26 de febrero de 2014.

- **Resolución de 5 de julio de 2019**, del Banco de España, por la que se publica la relación de participantes directos en TARGET2-Banco de España, así como la relación de entidades participantes (asociadas y representadas) y las modificaciones de participación en el Sistema Nacional de Compensación Electrónica.
- **Real Decreto-ley 14/2019, de 31 de octubre**, por el que se adoptan medidas urgentes por razones de seguridad pública en materia de administración digital, contratación del sector público y telecomunicaciones.

Este real decreto-ley tiene por objeto regular el marco normativo referido a la transformación digital de la Administración, ya bastante avanzado, y que comprende medidas urgentes relativas a la documentación nacional de identidad; a la identificación electrónica ante las Administraciones públicas; a los datos que obran en poder de las Administraciones públicas; a la contratación pública, y al sector de las telecomunicaciones.

El capítulo I contempla dos medidas en materia de documentación nacional de identidad, dirigidas a configurar el Documento Nacional de Identidad, con carácter exclusivo y excluyente, como el único documento con suficiente valor por sí solo para la acreditación, a todos los efectos, de la identidad y los datos personales de su titular. Con esta finalidad, el artículo 1 del presente real decreto-ley modifica el artículo 8.1 de la Ley Orgánica 4/2015, de 30 de marzo, de protección de la seguridad ciudadana. En coherencia con ello, el artículo 2 del real decreto-ley modifica la regulación del Documento Nacional de Identidad electrónico recogida en el artículo 15.1 de la Ley 59/2003, de 19 de diciembre, de firma electrónica.

El capítulo II del presente real decreto-ley, que contiene los artículos 3 y 4, establece varias medidas en materia de identificación electrónica ante las Administraciones públicas, ubicación de determinadas bases de datos y datos cedidos a otras Administraciones públicas.

El artículo 3 del presente real decreto-ley modifica los artículos 9 y 10 de la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas, a la vez que introduce una nueva disposición adicional sexta a la misma:

- La modificación de la letra a) del apartado 2 de los artículos 9 y 10 responde a la necesidad de adaptar sus contenidos al Reglamento (UE) n.º 910/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, relativo a la identificación electrónica y los servicios de confianza para las transacciones electrónicas en el mercado interior y por el que se deroga la Directiva 1999/93/CE, conocido como Reglamento eIDAS, que establece un marco legal común para las identificaciones y firmas electrónicas en la Unión Europea.
- La modificación de la letra c) del apartado 2 de los artículos 9 y 10 tiene como finalidad garantizar la seguridad pública en relación con el empleo

de sistemas de identificación y firma electrónicas de los interesados, cuando se realizan con clave concertada o mediante cualquier otro sistema que cuente con un registro previo como usuario que permita garantizar su identidad y que las Administraciones públicas consideren válido.

- El nuevo apartado 3, que se añade tanto al artículo 9 como al artículo 10 de la Ley 39/2015, de 1 de octubre, establece la obligatoriedad de que, en relación con los sistemas previstos en la letra c) del apartado 2 de los artículos 9 y 10, los recursos técnicos necesarios para la recogida, almacenamiento, tratamiento y gestión de dichos sistemas se encuentren situados en territorio de la Unión Europea, y en territorio español en caso de que se trate de categorías especiales de datos a los que se refiere el artículo 9 del 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 datos personales y a la libre circulación de estos datos y por el que se deroga la Directiva 95/46/CE. Salvo las excepciones que se introducen en la ley, estos datos no podrán ser objeto de transferencia a un tercer país u organización internacional y, en cualquier caso, se encontrarán disponibles para su acceso por parte de las autoridades judiciales y administrativas competentes.
- Se incorpora una disposición adicional sexta a la Ley 39/2015, de 1 de octubre, que prevé que en las relaciones de los interesados con las Administraciones públicas no serán admisibles en ningún caso y, por lo tanto, no podrán ser autorizados, los sistemas de identificación basados en tecnologías de registro distribuido y los sistemas de firma basados en los anteriores, en tanto que no sean objeto de regulación específica por el Estado en el marco del derecho de la Unión Europea.

Además, la nueva disposición adicional sexta establece que cualquier sistema de identificación basado en tecnología de registro distribuido que prevea la legislación estatal deberá contemplar que la Administración General del Estado actuará como autoridad intermedia que ejercerá las funciones que corresponda para garantizar la seguridad pública.

Se modifica la Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público introduciendo un nuevo artículo 46 bis (sistemas de información y comunicaciones para la recogida, almacenamiento, procesamiento y gestión del censo electoral), y una nueva redacción al artículo 155 (Transmisiones de datos entre Administraciones públicas).

Este real decreto-ley regula varias medidas en materia de contratación pública, todas ellas dirigidas a reforzar el cumplimiento de la normativa sobre protección de datos personales y la protección de la seguridad pública en este ámbito: modifica la Ley 9/2017, de 8 de noviembre, de Contratos del Sector Público, por la que se trasponen al ordenamiento jurídico español las Directivas del Parlamento Europeo y del Consejo 2014/23/UE y 2014/24/UE, de 26 de febrero de 2014, con la finalidad de introducir medidas que garanticen en todas las fases de la contratación (expediente de contratación, licitación y ejecución del contrato) el respeto por parte de contratistas y subcontratistas de la legislación de la Unión Europea en materia de protección de datos (causa de nulidad de pleno derecho, la celebración de contratos por parte de poderes adjudicadores que omitan mencionar en los pliegos las obligaciones del futuro contratista en ma-

tería de protección de datos a los que se refiere el nuevo artículo 122.2 de la Ley 9/2017).

Además, se acometen cinco modificaciones de la Ley 9/2014, de 9 de mayo, General de Telecomunicaciones, con el objetivo de potenciar las facultades de que dispone el Gobierno, a través del Ministerio de Economía y Empresa, para afrontar situaciones que pueden afectar al mantenimiento del orden público, la seguridad pública o la seguridad nacional.

Y por último, se incorporan medidas para reforzar la coordinación en materia de seguridad de las redes y los sistemas de información (efectúa una modificación del real decreto-ley 12/2018, de 7 de septiembre, de seguridad de las redes y sistemas de información).

- **Real Decreto 716/2019, de 5 de diciembre**, por el que se modifican el Real Decreto 773/2015, de 28 de agosto, por el que se modifican determinados preceptos del Reglamento General de la Ley de Contratos de las Administraciones Públicas, aprobado por el Real Decreto 1098/2001, de 12 de octubre, y el Real Decreto 700/1988, de 1 de julio, sobre expedientes administrativos de responsabilidad contable derivados de las infracciones previstas en el título VII de la Ley General Presupuestaria.

El Real Decreto 773/2015, de 28 de agosto, por el que se modifican determinados preceptos del Reglamento General de la Ley de Contratos de las Administraciones Públicas, aprobado por el Real Decreto 1098/2001, de 12 de octubre, modificó los términos y las condiciones de otorgamiento, exigencia y eficacia de la clasificación como contratista de obras y como contratista de servicios de las Administraciones públicas. Al objeto de facilitar a las empresas con clasificación vigente a la entrada en vigor de la norma la adaptación de su clasificación a estos nuevos términos y condiciones, la disposición transitoria cuarta del Real Decreto 773/2015 estableció que las clasificaciones otorgadas con fecha anterior a la entrada en vigor del real decreto perderían su vigencia y eficacia el 1 de enero de 2020.

Así pues, se considera imprescindible extender el régimen transitorio de validez y eficacia de las clasificaciones otorgadas al amparo de las reglas aplicables antes de la entrada en vigor del citado real decreto aún vigentes. Con esta medida se pretende evitar que el previsible aluvión de solicitudes de revisión que se presenten al final del periodo transitorio supere las capacidades de tramitación de expedientes de clasificación de los órganos de apoyo de la Junta Consultiva de Contratación Pública del Estado.

- **Real Decreto 736/2019, de 20 de diciembre**, de régimen jurídico de los servicios de pago y de las entidades de pago y por el que se modifican el Real Decreto 778/2012, de 4 de mayo, de régimen jurídico de las entidades de dinero electrónico, y 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.

Se regula el régimen jurídico de las entidades de pago, principalmente la creación de este tipo de entidades, así como los aspectos fundamentales de su actuación, como son su autorización, la modificación de sus estatutos y la amplia-

ción de sus actividades y las modificaciones estructurales en las que intervenga una entidad de pago.

Una de las novedades más destacadas del Real Decreto-ley 19/2018, de 23 de noviembre, de servicios de pago y otras medidas urgentes en materia financiera fue el cambio del órgano competente para autorizar la creación de entidades de pago. A partir de su entrada en vigor, esta competencia deja de ser propia del anterior Ministerio de Economía y Hacienda y se le atribuye al Banco de España. El presente real decreto, entre otros aspectos, desarrolla esta previsión, estableciendo los detalles del procedimiento, las peculiaridades para determinados proveedores del servicio de pago, como son los de los servicios de información sobre cuentas y las entidades acogidas a la exención del artículo 14 (Régimen de exención de las entidades de pago) del Real Decreto-ley 19/2018, de 23 de noviembre.

B Legislación europea

B.1 Centros de negociación

- **Reglamento Delegado (UE) 2019/1011 de la Comisión, de 13 de diciembre de 2018**, por el que se modifica el Reglamento Delegado (UE) 2017/565 en lo que respecta a determinadas condiciones de registro para promover la utilización de los mercados de pymes en expansión a efectos de la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 165 de 21 de junio de 2019.

B.2 Emisores y cotizadas

- **Reglamento Delegado (UE) 2019/885 de la Comisión, de 5 de febrero de 2019**, por el que se completa el Reglamento (UE) 2017/2402 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que atañe a las normas técnicas de regulación que especifican la información que debe facilitarse a la autoridad competente en la solicitud de autorización de un tercero para evaluar el cumplimiento de los requisitos de las titulaciones STS.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 142 de 29 de mayo de 2019.

- **Reglamento Delegado (UE) 2019/979 de la Comisión, de 14 de marzo de 2019**, por el que se completa el Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación sobre la información financiera fundamental en la nota de síntesis de un folleto, la publicación y clasificación de los folletos, la publicidad de los valores, los suplementos de un folleto y el portal de notificación, y se derogan el Reglamento Delegado (UE) n.º 382/2014 de la Comisión y el Reglamento Delegado (UE) 2016/301 de la Comisión.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 166 de 21 de junio de 2019.

- **Reglamento Delegado (UE) 2019/980 de la Comisión, de 14 de marzo de 2019**, por el que se completa el Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento

Europeo y del Consejo en lo que respecta al formato, el contenido, el examen y la aprobación del 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 el Reglamento (CE) n.º 809/2004 de la Comisión.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 166 de 21 de junio de 2019.

- **Reglamento Delegado (UE) 2019/1851 de la Comisión, de 28 de mayo de 2019**, por el que se completa el Reglamento (UE) 2017/2402 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la homogeneidad de las exposiciones subyacentes en las titulaciones.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 285 de 6 de noviembre de 2019.

B.3 Empresas de servicios de inversión y entidades de crédito

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

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 314 de 5 de diciembre de 2019.

- **Directiva (UE) 2019/2034 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019**, relativa a la supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión, y por la que se modifican las Directivas 2002/87/CE, 2009/65/CE, 2011/61/UE, 2013/36/UE, 2014/59/UE y 2014/65/UE.

Publicada en el *DOUE* (L) n.º 314 de 5 de diciembre de 2019.

B.4 Infraestructuras del mercado

- **Reglamento Delegado (UE) 2019/396 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2018**, por el que se modifica el Reglamento Delegado (UE) 2015/2205, el Reglamento Delegado (UE) 2016/592 y el Reglamento Delegado (UE) 2016/1178, por los que se completa el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a la fecha en que surte efecto la obligación de compensación para determinados tipos de contrato.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 71 de 13 de marzo de 2019.

- **Reglamento Delegado (UE) 2019/397 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2018**, que modifica el Reglamento Delegado (UE) 2016/2251, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la fecha hasta la cual las contrapartes podrán seguir aplicando sus procedimientos de gestión del riesgo a ciertos contratos de derivados extrabursátiles no compensados por una entidad de contrapartida central.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 71 de 13 de marzo de 2019.

- **Reglamento Delegado (UE) 2019/667 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2018**, por el que se modifica el Reglamento Delegado (UE) 2015/2205, el Reglamento Delegado (UE) 2016/592 y el Reglamento Delegado (UE) 2016/1178 a fin de ampliar el aplazamiento de las fechas de aplicación de la obligación de compensación en determinados contratos de derivados extrabursátiles.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 113 de 29 de abril de 2019.

- **Reglamento (UE) 2019/834 del Parlamento europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2019**, que modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012 en lo relativo a la obligación de compensación, la suspensión de la obligación de compensación, los requisitos de notificación, las técnicas de reducción del riesgo en los contratos de derivados extrabursátiles no compensados por una entidad de contrapartida central, la inscripción y la supervisión de los registros de operaciones y los requisitos aplicables a los registros de operaciones.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 141 de 28 de mayo de 2019.

- **Corrección de errores del Reglamento Delegado (UE) n.º 153/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012**, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que se refiere a las normas técnicas de regulación relativas a los requisitos que deben cumplir las entidades de contrapartida central.

Publicada en el *DOUE* n.º 185 de 11 de julio de 2019.

- **Reglamento (UE) 2019/2099 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de octubre de 2019**, que modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012 en lo que respecta a los procedimientos de autorización de las ECC, las autoridades que participan en la misma y los requisitos para el reconocimiento de las ECC de terceros países.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 322 de 12 de diciembre de 2019.

- **Decisión de Ejecución (UE) 2019/2211 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2019**, que modifica la Decisión de Ejecución (UE) 2018/2031 por la que se declara, para un periodo de tiempo limitado, la equivalencia del marco normativo aplicable a las entidades de contrapartida central del Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte, de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo.

Publicada en el *DOUE* (L) n.º 332 de 23 de diciembre de 2019.

B.5 Sistema Europeo de Supervisión Financiera

- **Reglamento (UE) 2019/2175 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de diciembre de 2019**, por el que se modifican el Reglamento (UE) n.º 1093/2010, por el que se modifican el Reglamento (UE) n.º 1093/2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea); el Reglamento (UE) n.º 1094/2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación); el Reglamento (UE) n.º 1095/2010, por el que se crea una Autoridad Europea de

Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados); el Reglamento (UE) n.º 600/2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros; el Reglamento (UE) 2016/1011, 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 el Reglamento (UE) 2015/847 relativo a la información que acompaña a las transferencias de fondos.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 334 de 27 de diciembre de 2019.

- **Reglamento (UE) 2019/2176 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de diciembre de 2019**, por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 1092/2010 relativo a la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la Unión Europea y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 334 de 27 de diciembre de 2019.

B.6 Otros

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2019/255 de la Comisión, de 13 de febrero de 2019**, que modifica el Reglamento de Ejecución (UE) n.º 821/2014, por el que se establecen disposiciones de aplicación del Reglamento (UE) n.º 1303/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las modalidades concretas de transferencia y gestión de las contribuciones del programa, la presentación de información sobre los instrumentos financieros, las características técnicas de las medidas de información y comunicación de las operaciones, y el sistema para el registro y el almacenamiento de datos.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 43 de 14 de febrero de 2019.

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2019/482 de la Comisión, de 22 de marzo de 2019**, que modifica el Reglamento de Ejecución (UE) 2016/1368, por el que se establece una lista de los índices de referencia cruciales utilizados en los mercados financieros, de conformidad con el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 82 de 25 de marzo de 2019.

- **Directiva (UE) 2019/1153 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de junio de 2019**, por la que se establecen normas destinadas a facilitar el uso de información financiera y de otro tipo para la prevención, detección, investigación o enjuiciamiento de infracciones penales y por la que se deroga la Decisión 2000/642/JAI del Consejo.

Publicada en el *DOUE* (L) n.º 186 de 11 de julio de 2019.

- **Reglamento (UE) 2019/1156 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de junio de 2019**, por el que se facilita la distribución transfronteriza de organismos de inversión colectiva y por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 345/2013, (UE) n.º 346/2013 y (UE) n.º 1286/2014.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 188 de 12 de julio de 2019.

- **Directiva (UE) 2019/1160 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de junio de 2019**, por la que se modifican las Directivas 2009/65/CE y 2011/61/UE en lo que respecta a la distribución transfronteriza de organismos de inversión colectiva.

Publicada en el *DOUE* (L) n.º 188 de 12 de julio de 2019.

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

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 317 de 9 de diciembre de 2019.

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

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 317 de 9 de diciembre de 2019.

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2019/2091 de la Comisión, de 28 de noviembre de 2019**, que modifica el Reglamento de Ejecución (UE) 2015/2197 en lo que respecta a las divisas estrechamente correlacionadas con arreglo al Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 317 de 09 de diciembre de 2019.

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2019/2103 de la Comisión, de 27 de noviembre de 2019**, que modifica y corrige el Reglamento de Ejecución (UE) 2015/2450, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en relación con las plantillas para la presentación de información a las autoridades de supervisión de conformidad con la Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 318 de 10 de diciembre de 2019.

- **Reglamento (UE) 2019/2075 de la Comisión, de 29 de noviembre de 2019**, 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 las Normas Internacionales de Contabilidad 1, 8, 34, 37 y 38, las Normas Internacionales de Información Financiera 2, 3 y 6, las interpretaciones 12, 19, 20 y 22 del Comité de Interpretaciones de las Normas Internacionales de Información Financiera y la Interpretación 32 del Comité de Interpretaciones de Normas.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 316 de 6 de diciembre de 2019.

- **Reglamento (UE) 2019/2104 de la Comisión, de 29 de noviembre de 2019**, que modifica el Reglamento (CE) n.º 1126/2008 por el que se adoptan determinadas normas internacionales de contabilidad de conformidad con el Regla-

mento (CE) n.º 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a las Normas Internacionales de Contabilidad 1 y 8.

Publicado en *DOUE* (L) n.º 318 de 10 de diciembre de 2019.

B.7 Directrices, decisiones y recomendaciones de ESMA/EBA

- **Directrices relativas a la gestión de conflictos de intereses en las ECC** (05/04/2019). European Securities Market Authority (ESMA).
- **Directrices relativas a las medidas de márgenes anticíclicos (APC) del Reglamento EMIR para las entidades de contrapartida central** (15/04/2019). European Securities Market Authority (ESMA).
- **Decisión (UE) 2019/679 de la Autoridad Europea de Valores y Mercados, de 17 de abril de 2019**, por la que se renueva la restricción temporal sobre la comercialización, distribución o venta de contratos por diferencias a clientes minoristas.
- **Directrices sobre la notificación de liquidaciones internalizadas con arreglo al artículo 9 del Reglamento sobre liquidación y depositarios centrales de valores** (30/04/2019). European Securities Market Authority (ESMA).
- **Directrices relativas a la aplicación de las definiciones de los puntos 6 y 7 de la Sección C del Anexo 1 de la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo (MiFID II) relativa a los mercados de instrumentos financieros** (05/06/2019). European Securities Market Authority (ESMA).
- **Directrices sobre factores de riesgo en el marco del Reglamento de folletos**, (01/10/2019). European Securities Market Authority (ESMA).

El objetivo de estas directrices es prestar asistencia a las autoridades competentes a la hora de examinar la especificidad e importancia de los factores de riesgo, así como la presentación de dichos factores de riesgo por categorías en función de su naturaleza.

Composición del Consejo de la CNMV a 31 de mayo de 2020

Presidente	D. Sebastián Albella Amigo
Vicepresidenta	Dña. Ana María Martínez-Pina
Consejeros	D. Juan Manuel Santos-Suárez Márquez
	D. Ángel Benito Benito
	Dña. María Dolores Beato Blanco
	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 31 de mayo de 2020¹

Presidente	D. Sebastián Albella Amigo
Vicepresidenta	Dña. Ana María Martínez-Pina
Consejeros	D. Juan Manuel Santos-Suárez Márquez
	D. Ángel Benito Benito
	Dña. María Dolores Beato Blanco
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 31 de mayo de 2020²

Presidenta Dña. Ana María Martínez-Pina

Secretario D. Miguel Martínez Gimeno

Secretario técnico D. Víctor Rodríguez Quejido

Vocales

Representantes de las infraestructuras de mercado

Titular Dña. Beatriz Alonso-Majagranzas Cenamor

Suplente Dña. María Calvo Pérez

Titular D. Jaime Aguilar Fernández-Hontoria

Suplente D. Gonzalo Gómez Retuerto

Titular D. Ignacio Olivares Blanco

Suplente Dña. Aránzazu Ullivarri Royuela

Representantes de los emisores

Titular D. Manuel García Cobaleda

Suplente D. Juan Ignacio Pardo García

Titular D. Rafael Piqueras Bautista

Suplente D. Javier Rodríguez Vega

Representantes de los inversores

Titular D. Ángel Martínez-Aldama Hervás

Suplente Dña. Virginia Arizmendi Ortega

Titular Dña. Elisa Ricón Holgueras

Suplente Dña. Marta Olavarría García-Perrote

Titular D. Manuel Pardos Vicente

Suplente Dña. Karina Fábregas Márquez

Titular D. Fernando Herrero Sáez de Eguilaz

Suplente Dña. Ana Solanas Forcada

Representantes de las entidades de crédito y las entidades aseguradoras

Titular D. Javier Rodríguez Pellitero

Suplente Dña. Patricia Rodríguez Fernández de Castro

Titular D. José María Méndez Álvarez-Cedrón

Suplente D. Antonio Jesús Romero Mora

Titular Dña. Cristina Freijanes Presmanes

Suplente Dña. Zorione Arregi Elkorobarrutia

Titular Dña. Pilar González de Frutos

Suplente Dña. María Aránzazu del Valle Schaan

Representantes de los colectivos profesionales

Titular	D. Valentín Pich Rosell
Suplente	D. Ferrán Rodríguez Arias
Titular	D. Luis Alfredo Jiménez Fernández
Suplente	D. Javier Méndez Llera
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. Juan Salvador Pérez Ballester
Suplente	D. Nicolás Jannone Bellot

